

CARTOLARIZZAZIONE: I *MEZZANINE FINANCE*

di GIAMPAOLO MORINI

SOMMARIO: 1. Premessa. — 2. I profili del debito mezzanino. — 3. Il *mezzanine finance*: operatori del mercato. — 4. La qualificazione giuridica del *mezzanine finance*. — 5. Il *mezzanine shares*. — 6. Il *mezzanine loan*. — 7. Il *mezzanine securisation*. — 8. Il *mezzanine funds*.

1. L'attuale cultura finanziaria ha permesso che si affermasse un approccio dinamico nella gestione dell'attività di finanziamento.

I numerosi prodotti a disposizione del mercato (*swap, options, futures ecc...*), la relativa riorganizzazione ed infine il moderno assetto dei circuiti finanziari hanno caratterizzato lo sviluppo del rapporto banca-impresa, assegnando al soggetto bancario un più complesso ruolo di progettazione della struttura del passivo di bilancio delle aziende [1].

Una delle innovazioni finanziarie che sta svolgendo un ruolo particolare è il **c.d. debito mezzanino** (*mezzanine debt* [2]) o *capitale intermedio* (*intermediate capital*), uno strumento di debito che ha trovato larga diffusione nell'esperienza anglosassone e che oggi sta caratterizzando il mercato finanziario nel nostro paese mediante operazioni di acquisizione e ristrutturazione finanziaria delle imprese industriali e commerciali dei paesi continentali più avanzati ed in particolar modo delle imprese bancarie (Francia, Svezia, Germania, Belgio ed Italia) [3].

Il debito mezzanino, come accennato, è uno strumento per il finanziamento dell'impresa che si colloca in una posizione intermedia, sia in termini di rischio e di rendimento, fra il capitale di debito e il capitale sociale [4], ovvero, sotto il profilo

strettamente giuridico, tra la stipula di contratti di finanziamento e la partecipazione sociale.

Lo strumento finanziario in commento (ovvero come si vedrà in seguito, strumenti) è, da un lato, *subordinato* rispetto alle tradizionali forme di debito, dall'altro, fornisce un rendimento connesso alla valorizzazione dell'impresa debitrice: detto strumento ha permesso lo sviluppo di una nuova tecnica di finanziamento dell'impresa, il c.d. *mezzanine finance*, ovvero, complesso di attività ricollegabili al progetto di finanziamento quali la raccolta fondi (ad esempio fondi comuni d'investimento e operazioni di cartolarizzazione), la gestione, l'erogazione e rimborso del debito[5].

2. La fattispecie in esame prevede la **cessione di un capitale**, a fronte di un corrispettivo in denaro, ad un imprenditore perché se ne serva nell'ambito della propria attività e lo restituisca a scadenza.

Tale operazione di cd. *finanziamento mezzanino*, prevede il ricorso ad una serie di strumenti finanziari *complessi* tali da assicurare un **profilo di rischio** che si collochi **a mezzo tra il capitale sociale e quello di debito**, oltre a garantire specifiche modalità di erogazione, rimborso e remunerazione del capitale.

È opportuno precisare che il *debito mezzanino* è uno strumento caratterizzato da un **elevato grado di flessibilità**, per adattarsi alle esigenze dell'impresa finanziata.

Proprio tali caratteristiche rendono particolarmente difficile la definizione giuridica del *finanziamento mezzanino*, in quanto, laddove una delle caratteristiche dovesse prevalere sulle altre, tale natura potrebbe venire meno (quella di finanziamento) finendo per acquisire una peculiare connotazione del capitale o, del debito.

La complessità degli strumenti finanziari utilizzabili nella fattispecie è caratterizzata dalla presenza di elementi diversi di remunerazione dell'investimento collegati all'andamento del mercato dei capitali ed al valore dell'impresa finanziata [6], nonché dalla struttura delle garanzie che sono postergate rispetto a quelle che assistono il debito di tipo tradizionale [7].

Per poter creare un nesso tra rendimento dell'investimento ed andamento del mercato dei capitali, il *debito mezzanino* è remunerato sulla base di un **tasso d'interesse predeterminato** (fisso o indicizzato a parametri di costo del capitale: *Euribor*, *Libor*, *ecc...*): così facendo viene assicurato un rendimento minimo dell'investimento finalizzato a compensare la *perdita della liquidità* [8] cui va incontro il finanziatore che procede con lo strumento *mezzanino*.

Viene poi solitamente prevista, una **seconda componente della remunerazione** detta *equity kicker*, generalmente rappresentata da un **diritto di opzione** all'acquisto delle azioni dell'impresa finanziata [9] consentendo all'investitore di beneficiare degli eventuali apprezzamenti del capitale azionario dell'impresa finanziata, che si realizzano anche a fronte della postergazione del debito rispetto alle altre componenti del passivo dell'impresa.

Infine, in alcuni casi, viene riconosciuta al **finanziatore mezzanino** una **somma commisurata al reddito operativo** dell'impresa, determinabile con i tradizionali canoni di valutazione di quest'ultimo [10].

La somma commisurata al *reddito operativo* dell'impresa non deve essere confusa con il *dividendo* poiché sotto il **profilo qualitativo**, non rappresenta una partecipazione agli utili dell'impresa, ma un metodo di calcolo del premio al rischio, e sotto il **profilo quantitativo**, il *mezzanine debt* presenta profili di rischio minori rispetto ai titoli partecipativi [11].

Per poter procedere alla qualificazione della struttura delle **garanzie che assistono il debito mezzanino**, si deve prima di tutto, tener conto che si tratta di finanziamento postergato rispetto alle tradizionali componenti di debito, ne consegue che, sotto il profilo operativo, il rimborso del **debito mezzanino**, sarà generalmente strutturato in modo da prevedere il pagamento delle sole quote d'interesse ai creditori, diversamente dai creditori ordinari a cui verranno corrisposte quote d'interesse e quote di capitale [12].

Con detta configurazione viene scongiurata la possibilità che il rimborso delle somme aggiuntive di capitale reperite con il *debito mezzanino* possa modificare il *cash flow* dell'impresa finanziata, incidendo quindi sulla valutazione del merito di credito operata dai debitori precedenti.

La subordinazione del debito inoltre si rifletterà anche sulle *vicende estintive* dell'impresa, per cui in detta sede le diverse tipologie di finanziamento dovranno essere rimborsate rispettando l'ordine riveniente dai profili di rischio delle medesime.

È dunque necessario che il **debito mezzanino** venga assistito da una **garanzia idonea a permetterne il rimborso in via prioritaria rispetto al capitale di rischio, ma in via residuale rispetto a quello ordinario** [13], garanzia che non potrà essere solo quella *reale* in quanto **il debito mezzanino deve prevalentemente far riferimento ai flussi di cassa attesi**.

Ne consegue che, nella maggioranza dei casi, il fatto che la garanzia ed il piano di rimborso siano subordinati a quelli riservati ai creditori *senior* rende impossibili basarsi sulle aspettative di liquidazione delle attività come fonte di rimborso dell'investimento.

La restituzione integrale del capitale a scadenza colloca lo strumento in esame nella categoria dei finanziamenti a lungo termine, caratteristica tuttavia, che non impedisce ai contraenti di prevedere da subito la rinegoziazione delle condizioni e della formula stessa del finanziamento.

3. I profili appena analizzati permettono di considerare il *finanziamento mezzanino* un elemento di raccordo tra debito e patrimonio netto (*equity*), e dunque consente di superamento il rischio di discontinuità del rapporto rischio/rendimento che limita il ricorso al mercato da parte dei soggetti industriali: il *finanziamento mezzanino* coesiste ed interagisce con l'accesso al mercato del credito delle imprese, senza compromettere l'utilizzo degli strumenti tradizionali [14].

Oggi, quindi gli intermediari finanziari professionali, possono offrire un prodotto, il *mezzanine finance*, che presenta un proprio profilo di rischio diverso dai finanziamenti tradizionali.

Sotto l'aspetto operativo, l'emissione di *debito mezzanino sul mercato primario* avviene attraverso la tecnica del *private placement*.

Una volta operata la struttura finanziaria ottimale di un'impresa, l'intermediario che svolge il ruolo di *arranger* si

incarica di contattare, in forma privata, i possibili finanziatori (fondi comuni di investimenti, investitori istituzionali o dipartimenti specializzati di istituti bancari) al fine di permettere la negoziazione con questi ultimi del contratto di finanziamento.

Il ruolo di *arranger* può anche essere direttamente svolto da un soggetto specializzato, quale può essere un *fondo mezzanino* che si occuperà da un lato, del collocamento delle quote del fondo e, dall'altro, della stipula dei singoli finanziamenti.

Il *mezzanine finance* consente di individuare un ulteriore punto d'incontro tra domanda ed offerta nel mercato dei capitali.

La flessibilità ed il peculiare profilo rischio/ rendimento del *debito mezzanino* rendono questo strumento un metodo di finanziamento vantaggioso, sia per gli investitori che sottoscrivono il relativo contratto, che per i soggetti che in precedenza avevano finanziato l'impresa previa adozione di tecniche tradizionali, che per effetto della **clausola di subordinazione**, non risultano penalizzati dall'incremento complessivo dell'esposizione debitoria [15].

I vantaggi del *mezzanine finance* sono strettamente connessi alla formula di remunerazione dello strumento, che garantisce un rendimento certo (interessi calcolati a tassi di mercato) ed offre la possibilità di beneficiare degli eventuali successi dell'impresa con l'acquisizione dell'*equity kicker* e la partecipazione al reddito operativo.

Sotto il profilo finanziario, la remunerazione del debito mezzanino, è caratterizzato da un **floor** (minimo garantito), ma non ha un **cap** (livello massimo di rendimento oltre il quale non si percepisce alcuna remunerazione) per cui le due componenti, *equity kicker* e partecipazione al reddito operativo, sono potenzialmente illimitate *solo* verso l'alto.

Sotto quest'ultimo profilo, deve tenersi presente che la legge 7 marzo 1996, n. 108 (c.d. legge sull'usura) suggerisce un approccio prudentiale all'argomento, tale da consentire una valutazione che tenga conto delle concrete modalità di realizzazione di ogni singola operazione di finanziamento.

4. Il complesso delle attività di « *mezzanine finance* » hanno l'obbiettivo coniugare le esigenze di finanziamento dell'attività

imprenditoriale con le opportunità d'investimento riconosciute agli operatori dall'ordinamento attraverso l'emissione di titoli di natura cartolare (**obbligazioni complesse** od **azioni privilegiate**) o alternativamente mediante la stipula di un contratto di finanziamento che potrà poi essere ricollegata ad un'altra volta al reperimento dei fondi necessari, temporalmente successiva (**operazione di cartolarizzazione**) o precedente (**costituzione di un organismo d'investimento collettivo di risparmio**).

Il finanziamento mezzanino può sostanziarsi in una molteplicità di differenti operazioni: *mezzanine bond*, *mezzanine share*, *mezzanine loan*; *mezzanine securisation* e, infine, *mezzanine fund*.

Il *mezzanine bond*, ovvero emissione di obbligazioni, appare lo strumento più compatibile con il diritto societario [16] dal momento che l'**art. 2411 c.c.** prevede espressamente l'ammissibilità di **obbligazioni subordinate**.

È dunque possibile l'emissione di titoli di debito con diritto al rimborso del capitale e/o degli interessi subordinatamente alla soddisfazione degli altri creditori della società (sia di tutti, **subordinazione assoluta**, sia di alcune categorie, **subordinazione relativa**).

È inoltre possibile indicizzare gli interessi delle obbligazioni subordinate, non solo ai corsi di mercato, ma anche ad elementi oggettivi che possono consistere anche nei valori relativi all'andamento della società (art. 2411, comma 2o, c.c.: si è dunque legittimato un aumento notevole del rischio delle obbligazioni che comunque non conferiscono alcun titolo per incidere sulla gestione sociale[17]).

L' **obbligazione subordinata** ex articolo 2411 c.c., che preveda la remunerazione con riferimento al costo del denaro (*interest rate plus spread*) e ad un elemento oggettivo, il reddito operativo dell'impresa finanziata [18], ben si concilia, dunque con l'operazione di *mezzanine finance*.

Nella cennata ipotesi, la componente di remunerazione che permette di beneficiare della valorizzazione azionaria, ovvero l'*equity kicker* viene solitamente rappresentato da un *warrant* o da una **opzione call** sui titoli di capitale, ad un prezzo di

esercizio determinato in modo tale da soddisfare le esigenze dei sottoscrittori, compatibilmente con il grado di rischio assunto.

Le due componenti di un finanziamento mezzanino, obbligazione convertibile e *warrant* o opzione *call*, possono essere elementi dello stesso strumento finanziario: è il caso delle c.d. **obbligazioni subordinate convertibili, ovvero** obbligazioni configurate *ex* articolo 2411 e deliberate secondo il disposto degli articoli 2420-*bis* e *ter* c.c. In quest'ultimo caso, l'*equity kicker* è rappresentato dalla facoltà di conversione dell'obbligazione in azione, secondo il rapporto di cambio, il periodo e le modalità determinati in sede di emissione.

In conclusione i ***mezzanine bonds di diritto italiano*** possono essere realizzate mediante l'emissione di **obbligazioni subordinate convertibili**.

5. L'art. 2348 c.c. [19], prevede la possibilità per le società per azioni di creare, in sede statutaria o seguito di modifiche dello stesso, categorie di azioni fornite di diritti diversi rispetto a quelle ordinarie: la società può dunque liberamente determinare i diritti connessi a ciascuna diversa categoria nei limiti previsti dalla legge.

Sussiste la possibilità di configurare titoli rappresentativi del capitale di rischio analoghi alle ***mezzanine shares*** di diritto statunitense seconda specie di ***mezzanine finance***: essi saranno caratterizzati da assenza dei diritti di voto; da assenza della facoltà di partecipare alla gestione (salvi alcuni limitati poteri di controllo) e dalla facoltà consentita alla società emittente di procedere al rimborso a scadenza in via prioritaria rispetto agli altri titoli di capitale [20].

Stante il disposto del primo comma **dell'art. 2350 c.c.**, tale categoria di azioni potrà attribuire il **diritto ad una remunerazione correlata alle caratteristiche delle azioni**, ovvero, componente fissa indicizzata ai tassi di mercato ed ***equity kicker*** ed una **parte proporzionale degli utili netti risultanti da bilancio**.

Detto modello dà vita ad azioni che, che la dottrina ha qualificato ***correlate*** [21], sarà preferita dagli investitori che hanno interesse ad acquisire un potere, anche se minimo, di

controllo sulla gestione (ad esempio in sede di revisione del bilancio).

La possibilità di creare e negoziare titoli, quali obbligazioni od azioni privilegiate, da vita ad uno spazio giuridico idoneo ad accogliere i progetti di *mezzanine finance* di forma cartolare: *mezzanine bonds* e *mezzanine shares*.

6. Un contratto per l'erogazione di un *credito mezzanino* è un **contratto bilaterale a prestazioni corrispettive** in quanto pone in relazione diretta il soggetto finanziatore ed il soggetto finanziato, diversamente nella prassi internazionale tale contratto non presenta caratteristiche univoche e necessita, volta volta, la verifica dei singoli aspetti contrattuali e delle condizioni pattuite [22].

Come già esaminato la fattispecie contrattuale in esame appare pienamente conciliabile con la normativa civilistica che consente alle parti di determinarne liberamente il contenuto, pur se nei limiti imposti dalla legge (ad. Es. la legge antiusura) [23].

La natura complessa del *mezzanine loan*, ovvero, la sua riconducibilità a più strumenti tradizionali, necessita una analisi attenta dei suoi requisiti essenziali e una particolare attenzione va dedicata alla determinazione dell'**oggetto del contratto**, così come devono essere oggetto di specifica regolazione la modalità di erogazione della somma, la definizione delle componenti di remunerazione del prestito, la modalità di rimborso del capitale e le garanzie prestate.

Appare di primaria importanza la regolamentazione della fase dell'**erogazione** in quanto la relativa clausola deve disciplinare in modo analitico le modalità ed i tempi con cui avverrà il trasferimento del denaro; ad esempio qualora sia prevista l'**erogazione in più soluzioni**, il testo del contratto dovrà contenere tutti gli elementi necessari a definire i rapporti tra le singole *tranches* di *debito mezzanino* e le altre passività aziendali eventualmente accese nel periodo.

Il **tasso di remunerazione** del finanziamento sarà dunque caratterizzato dalla somma delle tre componenti che caratterizzano il rendimento di un *debito mezzanino*, ovvero, una

parte indicizzata al costo del denaro, l'*equity kicker* e una parte commisurata al reddito operativo.

La cennata modalità di determinazione del tasso di rendimento, è equivalente al metodo di calcolo del rendimento finanziario di un prestito, non tenendo conto delle modalità diverse di remunerazione della cessione di un capitale [24].

Infatti, se si tenesse conto delle diverse modalità di remunerazione della cessione di un capitale, si potrebbe giungere all'errata conclusione che la cessione della somma avverrebbe solo per la prima parte a titolo di prestito, mentre la restante andrebbe imputata all'acquisto di contratti di opzione (*l'equity kicker*) ed alla partecipazione al capitale di rischio (dato che il reddito operativo è una componente degli utili netti): una tale appare incompatibile con il *debito mezzanino* che è un'**operazione di finanziamento tout court**, e non una forma o un mezzo di partecipazione sociale [25].

Generalmente la società finanziata deve rimborsare il capitale in un'unica soluzione alla scadenza pattuita, ovvero, in caso di liquidazione, in qualsiasi momento in via subordinata rispetto alle tradizionali componenti di debito.

Altra clausola solitamente presente nel *finanziamento mezzanino*, riguarda la gestione dell'ipotesi in cui la società cede una componente rilevante dell'attivo ovvero l'azienda o un ramo di essa: in tali casi, viene solitamente prevista la facoltà di procedere a forme di rimborso anticipato, e comunque è sempre consentito all'impresa finanziata di rimborsare volontariamente le quote di *debito mezzanino*, facendo salvi, i diritti di coloro che hanno assunto la qualità di creditori sulla base di pregressi rapporti.

Sulla base dell'ultimo assunto, è peculiare il meccanismo adottato per garantire che i contratti di *mezzanine finance* **restino postergati al debito di matrice tradizionale**: cautele di natura ipotecaria di grado inferiore rispetto a quelle afferenti le altre componenti del passivo può essere una valida soluzione.

Allo stesso modo al finanziatore mezzanino potrà essere inibita la possibilità di chiedere la risoluzione del contratto, nonché la previsione di qualunque altra condizione risolutiva o diritto di recesso dallo stesso

Dovrà poi essere garantito che, in sede di liquidazione, il *finanziamento mezzanino* venga comunque preferito alle azioni privilegiate ed alle altre voci del patrimonio netto presenti nel bilancio dell'impresa [26].

La **piena postergazione** potrà essere inoltre garantita con la previsione di un divieto gravante sul *finanziatore mezzanino* di non ricevere benefici, diretto o indiretto, prima che tutte le obbligazioni tradizionali siano soddisfatte.

Si può dunque concludere, che fatti salvi i limiti posti dall'art. 2855 c.c., il ricavato dall'eventuale escussione delle garanzie concesse dall'impresa, andrà imputato a favore dei **finanziatori non postergati** [27].

7. La controparte economica in una operazione di *mezzanine loan* può decidere di fungere da mero intermediario e cedere il proprio credito sul mercato attraverso il metodo più comune per lo smobilizzo dei crediti finanziari ovvero, attraverso **operazioni di securizzazione** [28].

L'operazione di securizzazione passa attraverso un processo di aggregazione dei flussi di cassa derivanti dai contratti di *debito mezzanino*, che consente di realizzare un supporto finanziario e di garanzia ai titoli *asset backed securies* che una volta securizzati, verranno emessi sul mercato dei capitali [29].

Generalmente, una *mezzanine securisation* si articola in tre fasi sequenziali e distinte:

a) individuazione degli attivi finanziari oggetto dell'operazione;

b) creazione di un soggetto detto *Special Purpose Vehicle* o SPV, il cui attivo è costituito dai soli crediti ceduti e che si finanzia tramite l'emissione di titoli obbligazionari sul mercato;

c) cessione *pro soluto* dal contraente originario al SPV dei *mezzanine loans* già identificati: non è escluso che riguardo alla cessione dei crediti, il contratto di finanziamento sottostante l'operazione potrebbe prevedere delle limitazioni alla possibilità di cedere a terzi i diritti derivanti dal contratto stesso o la subordinazione di tale possibilità al consenso degli altri finanziatori dell'impresa.

È di fondamentale importanza rilevare che l'investitore finale non ha alcun rapporto con il soggetto cedente o con l'impresa finanziata e dunque potrà ricorrere solo contro il soggetto intermedio emittente (SPV), i cui unici cespiti sono, i contratti di debito mezzanino ricevuti.

Ne consegue che le *asset backed securies*, pur presentandosi come obbligazioni ordinarie, hanno un profilo di rischio pari alla media ponderata di quello attribuibile ai singoli finanziamenti mezzanini cartolarizzati: a tal fine non rileverà tanto l'analisi della struttura operativa dell'emittente, quanto piuttosto l'analisi del portafoglio ceduto.

Appare più che evidente che le operazioni di *securisation* finiscono per alimentare le asimmetrie informative presenti sul mercato e quindi i comportamenti scorretti di alcuni operatori.

Per tali ragioni, gli investitori e le autorità di vigilanza devono (e in alcuni casi avrebbero dovuto), porre particolare attenzione non tanto ai soggetti dell'operazione, quanto sull'analisi del portafoglio, verificando la compatibilità dei *cash flows* dei *mezzanine loans*, considerati nel loro complesso, con il piano di rimborso dei *bonds* emessi [30]: tale ruolo è solitamente svolto dalle società di *rating*[31].

8. Sulla base di quanto detto, appare evidente che i soggetti maggiormente interessati agli investimenti nel mercato del *debito mezzanino* sono i fondi d'investimento specializzati in *subiecta forma* di attività ovvero i c.d. *mezzanine funds*

In effetti, il fondo comune di investimento è caratterizzato da un patrimonio autonomo costituito da un portafoglio diversificato di attività, suddiviso in quote di pertinenza di una pluralità di partecipanti e gestito da una società di gestione del risparmio.

Dunque, l'organizzazione del fondo comune è strutturato come segue: i partecipanti che con la loro sottoscrizione di quote danno origine ad un patrimonio comune; la società di gestione che ha il compito di elaborare ed attuare le decisioni di investimento e disinvestimento; la banca depositaria che assume principalmente la funzioni di garanzia.

Dunque, nell'ambito del *mezzanine finance*, i fondi rappresentano fondamentalmente un soggetto dell'operazione, il c.d. investitore istituzionale, che potrà essere sia il sottoscrittore di *mezzanine bonds* o *mezzanine shares* sia la controparte finanziatrice di un *mezzanine loan*: sotto tale profilo, nulla differenzia l'operatività ed il ruolo del fondo rispetto alle altre tipologie di investitori.

Sotto altro profilo, invece, un fondo rappresenta un prodotto finanziario gestito in maniera professionale da un operatore specializzato vale a dire, la società di gestione del risparmio o SGR, a disposizione dei risparmiatori: da ciò emerge la relazione trilaterale che intercorre tra **fondo, investitore** ed SGR.

Come già detto, un fondo è un patrimonio autonomo e la società di gestione opera nell'interesse dei partecipanti sulla base di un mandato collettivo [33].

Il regolamento del fondo ha dunque un ruolo centrale nella gestione degli investimenti: *esso, infatti, è chiamato a definire, tra l'altro, le caratteristiche del fondo, a disciplinarne il funzionamento ed a ripartire i compiti al medesimo inerenti tra i diversi soggetti coinvolti nell'operazione* (Sgr, banca depositaria e partecipanti) [34].

Un *mezzanine fund* ha dunque l'obiettivo di generare un plusvalore delle quote da ripartire tra i partecipanti al fondo caratterizzato dal risultato netto derivante dalla **gestione ordinaria**, il **rimborso dei finanziamenti concessi** e le **somme rivenienti dalla cessione dei crediti**: naturalmente, il livello di rischio rappresentato dall'investimento nel fondo è correlato alle caratteristiche intrinseche dei **debiti mezzanini** in portafoglio.

Sotto il profilo della trasparenza, è necessario che il regolamento del fondo, evidenzi che gli andamenti del valore e della redditività degli investimenti sono fluttuanti, e che dunque, il regolamento del *mezzanine fund*, contenga in modo chiaro le specificità che contraddistinguono l'oggetto dell'investimento: a tal fine è opportuno che sia reso conoscibile che il valore del fondo può essere condizionato da:

(a) *determinanti macroeconomiche, sia di generale andamento economico congiunturale che di evoluzione ciclica dei mercati;*

(b) fattori specifici, come ad esempio variazioni della legislazione di settore, inclusi gli aspetti di fiscalità;

(c) fattori legati a situazioni locali, incluse eventuali modifiche delle politiche dei sussidi all'impresa;

(d) fattori strettamente connessi alla redditività degli « mezzanine loans », ivi incluso le sofferenze temporanee, o lo stato di insolvenza dell'impresa finanziata.

Nel regolamento del fondo dovrà essere specificata la tipologia e la proporzione degli strumenti di *mezzanine finance* in cui il fondo potrà investire così da poter indicare al gestore, in modo non equivoco, quale siano i livelli di liquidità ed i profili di rischio assumibili con riferimento all'attivo patrimoniale; le caratteristiche soggettive delle imprese da finanziare; l'ammontare massimo di finanziamento che il fondo può contrarre.

Assumono, altresì ruolo fondamentale i diversi organi eventualmente previsti dal regolamento del fondo quali i comitati consultivi e l'assemblea dei partecipanti, che svolgeranno compiti gestori e di garanzia, al verificarsi di eventi predeterminati: ne è un valido esempio il **conflitto di interesse tra il fondo e la Sgr**, che può essere risolto con la partecipazione di un comitato consultivo da affiancare al gestore del fondo stesso.

Altrettanto importante è prevedere la partecipazione dell'assemblea dei partecipanti alle deliberazioni sulla sostituzione della Sgr, sulle proposte di modifica del regolamento e sul rimborso anticipato delle quote del fondo.

In buona sostanza, il regolamento del fondo dovrà disciplinare le modalità di funzionamento dello stesso e il ruolo della società di gestione, individuandone i compiti ed i casi in cui sia possibile la sua sostituzione, nonché definire i rapporti con la banca depositaria, *la quale, nel caso di mezzanine funds, svolgerà anche compiti connessi alla gestione ordinaria dei mezzanine loans eventualmente stipulati* [35].

Il regolamento di un *mezzanine fund* di diritto italiano deve contenere quindi l'accurata esposizione del programma di investimento del fondo; la sua redazione dovrà, ovviamente precedere l'investimento nonché l'accensione dei *debiti mezzanini*.

In definitiva, i *fondi mezzanini* sono uno strumento che permette di trasferire le caratteristiche tipiche del *debito mezzanino* in strumenti cartolari, vale a dire le quote del fondo idonee a circolare nel mercato dei capitali.

È utile infine porre in evidenza, che è prassi, che in sede di **approvazione del rendiconto di gestione** o di **delibera di emissioni successive di quote**, il consiglio di amministrazione della Sgr abbia la facoltà di **deliberare rimborsi delle quote per un ammontare non superiore al totale delle nuove sottoscrizioni effettuate con versamenti in danaro e della cassa disponibile**, definendo le tempistiche e le valute dei rimborsi in coincidenza e con la medesima frequenza con cui vengono effettuate le riaperture delle sottoscrizioni.

Inoltre, è solitamente previsto che, a fronte di eccedenze di cassa disponibili o di disinvestimenti realizzati, la Sgr possa effettuare rimborsi parziali pro quota fino a concorrenza delle risorse disponibili.

NOTE

[1] LAVORATORINI, *La finanza di progetto e i nuovi ruoli delle banche: il ruolo di osservatore di piani economico-finanziari*, in *Economia e diritto del terziario*, 2005, 1, 307-321.

[2] Ai fini del nostro lavoro, con il termine *mezzanine debt* ci si riferisce all'insieme degli aspetti economici della fattispecie; con il termine *mezzanine finance*, invece, si intende il complesso degli atti posti in essere al fine di concludere l'operazione stessa.

[3] Il mercato del *mezzanine finance* sta attraversando un periodo di forte crescita sostenuta soprattutto dal grande numero di operazioni di *leverage buy-out* a livello europeo.

[4] Cfr. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale*, Torino, tomo II, 2006, 518.

[5] Cfr. SINNENBERG, *Making Sense of Mezzanine Financing*, in *Financial Executive*, 2005, v. 21, 19.

[6] Cfr. CESARI SUSINI, *Introduzione alla Finanza Matematica — Concetti di base, tassi e obbligazioni*, Milano, 2005.

[7] Cfr. ORTOLANI, *Capitale di rischio e capitale di terzi: necessità di un nuovo approccio operativo*, in *Riv. dott. comm.*, 2005 3, 67-84.

[8] Cfr. DE PAOLI, *Il contratto bancario tra tutela della liquidità e trasparenza*, in *Riv. dir. civ.*, 2004 2, 1, 261-294; GENTILE, *Liquidità ed esigibilità del credito*, in *Arch. civ.*, 2000 7-8, 878-880.

[9] Cfr. ORLOFF, *Getting in on the mezzanine floor*, in *Orange County Business Journal*, 2001, vol. 24, 7; DI LAZZARO, *La performance del valore*, Torino, 2003.

[10] Cfr. CARAMIELLO DI LAZZARO FIORI, *Indici di bilancio*, Milano, 2003.

[11] Cfr. DUVAI, *Assess risk before obtaining financing. (mezzanine financing)*, in *San Diego Business Journal* del 1 Maggio 2006, 48.

[12] Cfr. BODIE KANE MARCUS, *Investments*, 6th ed., London, 2004.

[13] Cfr. WEIDNER, *Mezzanine capital flows appear to be changing*, in *Oil Gas Investor*, 2002, vol. 22, 65.

[14] Cfr. sul tema BONINI ZULLO, *Venture capital e imprenditorialità — prospettive di crescita a confronto*, in *Verso un sistema bancario e finanziario europeo?*, Roma, 1999, I, 205 ss.

[15] Cfr. DELLA VEDOVA, *Contratti autonomi di garanzia e buona fede contrattuale*, in *Giur. civ. comm.*, 2005 4, 1, 594-600.

[16] Ci si riferisce alle innovazioni normative introdotte dall'art. 1 d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6 (Riforma delle società), come successivamente modificato ex d.lgs. 6 febbraio 2004, n. 37 (Correttivo della riforma delle società) ed ex d.lgs. 28 dicembre 2004, n. 310.

[17] Cfr. PATRIARCA, *Riforma del diritto societario e obbligazioni convertibili*, in *Riv. dir. priv.*, 2005 1, 53-70.

[18] Cfr. MONTAGNANI, *Riflessioni sulla prima applicazione del nuovo art. 2411 cod. civ.*, in *Il Diritto fallimentare e delle società commerciali*, 2002 6, 1, 1328-1339.

[19] Cfr. MAUGERI, *Azioni di risparmio e assemblee di categoria: prime note sul coordinamento tra t.u.f e nuovo diritto societario*, in *Giur. comm.*, 2004 6, 1292-1319; CIVITELLI, *La riforma delle società di capitali e le azioni di risparmio*, in *Giur. comm.*, 2004 3S, 1, 491-510.

[20] Da precisare che mentre un finanziamento mezzanino realizzato attraverso l'emissione di obbligazioni presuppone soltanto una delibera dell'organo amministrativo **ex art. 2410 co. 1o c.c.**, l'emissione di azioni in un momento successivo alla costituzione della società comporta una modifica dell'atto costitutivo ed è, quindi, materia di competenza dell'assemblea dei soci in sede straordinaria, a meno che non sia lo statuto ad attribuire la competenza in parola all'organo amministrativo **ex art. 2365, 2o comma**.

[21] Cfr. PORTALE, *Dal capitale assicurato alle tracking stocks*, in *Riv. soc.*, 2002, 146 ss.; *Commento sub art. 2350 cod. civ.*, in *Commentario*, a cura di Alpa Mariconda, Milano, 2006.

[22] Cfr. TINSLEY, *Advanced project financing*, London, 2001.

[23] Cfr. per un approfondimento BIANCA, *Diritto civile, volume 3, il contratto*, Milano, 2000; TRABUCCHI, *Istituzioni di diritto civile*, Padova, 2004, 667 ss.

[24] Cfr. CONSIGLIERE, *Le caratteristiche della finanza di progetto e le loro implicazioni sulla struttura a termine dei tassi di interesse: analisi empiriche e stime econometriche*, in *Economia e diritto del terziario*, 2005 fase. 1, 27-44.

[25] Cfr. STURGESS LEEN, *Mezzanine Finance*, New York, 1991.

[26] Cfr. LO CASCIO, *Aspetti storici ed evolutivi della normativa in tema di risanamento delle imprese in crisi*, in *Il Fallimento e le altre procedure concorsuali*, 2003 9, 918- 930; CENSONI, *La crisi della piccola impresa tra liquidazione e risanamento*, ivi, 2003 9, 910-917; CAMPOBASSO, *Diritto commerciale*, Torino, 2005, vol. 3, 77 ss.

[27] Cfr. SPADARO, *(In tema di) collocazione privilegiata degli interessi*, in questa *Rivista*, 2005, I, 65-70.

[28] Cfr. S. SEPE, *La cartolarizzazione: profili giuseconomici e problematiche aperte*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 2004 4, 533- 588; MONTI, *Manuale di finanza per l'impresa. Teoria e pratica*, Torino, 2000; SCOZZAFAVA, *La cartolarizzazione dei crediti: la fattispecie*, in *Contr. e impr.*, 2005 fase. 3, 1039-1074.

[29] Cfr. sul tema S. MEZZACAPO, *I requisiti patrimoniali delle banche nella soft law del Nuovo Accordo di Basilea*, in *Economia e diritto del terziario*, 2003, 1, 679-728; MARCELLO, *Effetti di Basilea 2 sul rapporto banca-impresa*, in *Corr. trib.*, 2005 43, 3389-3394.

[30] Cfr. BEI, *Società per la cartolarizzazione dei crediti: riflessioni su alcuni aspetti problematici*, in *Le Società: rivista di diritto e pratica commerciale, societaria e fiscale*, 2003 9, 1217-1223.

[31] Cfr. TONELLO, *Le agenzie di rating finanziario. Il dibattito su un modello economico esposto al rischio di conflitto di interessi. Verso un sistema pubblico di controllo?*, in *Contr. e impr.*, 2005 3, 930-940.

[32] Cfr. ANNUNZIATA, *Fondi comuni d'investimento e forme di gestione collettiva del risparmio*, in AA.VV., *L'ordinamento finanziario italiano*, a cura di Capriglione, Padova, 2005, vol. I, 269 ss.

[33] Cfr. BESSONE, *Le SGR, società di gestione del risparmio. La financial industry e le attività di gestione di patrimonio in forma collettiva*, in *Vita not.*, 2002 2, 1, 630-650.

[34] Cfr. art. 39 del d. lgs. 24 febbraio 1998, n. 58. Cfr. tra gli altri CINQUE-PARMEGGIANI, *Commento sub at. 39 t.u.f.*, in AA.VV., *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di Alpa e Capriglione, Padova, 1998, tomo I, 406 ss.

[35] Cfr. COLAVOLPE, *Brevi note sulle condizioni per l'assunzione dell'incarico di banca depositaria di fondi comuni di investimento*, *Riv. dir. priv.*, 2005 3, 615-634.