

**Marzo 2014**

## **Il sistema delle garanzie a supporto dell'emissione di minibond**

*Claudio D'Auria, Allen & Overy*

La crisi degli ultimi anni ha messo a dura prova la struttura finanziaria delle piccole e medie imprese italiane, evidenziandone i difetti e gli squilibri; primo tra tutti, l'eccessiva dipendenza dal credito offerto dal sistema bancario.

L'obiettivo che un'impresa di modeste dimensioni intende perseguire sfruttando la possibilità di emettere mini bond è quello della raccolta di nuove risorse finanziarie, con lo scopo primario di diversificare le proprie fonti di finanziamento a titolo di debito.

Il ricorso all'emissione consente, infatti, un generale miglioramento nella gestione finanziaria dell'impresa. Prevedendo la possibilità di finanziarsi in modo alternativo, riduce i rischi connessi alla subordinazione dal settore di approvvigionamento tradizionale (bancario); concede alle imprese un accesso diretto al mercato dei capitali - nazionale ed internazionale - finora precluso per i soggetti non quotati, contribuendo così a dare maggiore visibilità e diffusione al brand; infine, permette l'ottenimento di importanti agevolazioni, che rendono le piccole società non quotate del tutto simili, in termini di vantaggi legali e fiscali, alle grandi aziende *corporate*, emittenti di titoli quotati.

Ulteriori presupposti al miglioramento della struttura finanziaria della piccola e media impresa provengono da una più efficiente gestione delle scadenze: i mini bond sono strumenti finanziari di medio-lungo periodo, la cui emissione genera un "effetto stabilità" nel credito dell'impresa, dovuto all'allungamento della durata media delle sue fonti di finanziamento.

Conseguenza diretta dell'ottimizzazione degli equilibri finanziari è l'aumento dello standing creditizio dell'impresa (*rating*) a cui segue una valutazione più favorevole del progetto imprenditoriale da parte del sistema bancario che, in termini di efficienza economica, si traduce con la concreta possibilità di accedere al mercato del credito a costi più contenuti.

Il ruolo che la garanzia può svolgere nell'ambito della strutturazione di un'operazione di emissione obbligazionaria viene definito dalla normativa civilistica (art. 2410 e ss. del c.c.), ma alcune importanti novità sono state introdotte, con specifico riguardo alle operazioni di emissione di mini bond, dal D.L. 22 giugno 2012, n. 83, c.d. "Decreto

Sviluppo” <sup>(1)</sup> (d’ora in poi, **D.L. Sviluppo**) e dal D.L. 23 dicembre 2013, n. 145, c.d. “Piano Destinazione Italia” <sup>(2)</sup> (d’ora in poi, **D.L. Destinazione Italia**).

Nell’ottica di una efficace comprensione delle innovazioni normative disposte dal Legislatore, va, innanzitutto, precisata l’importanza che talune forme di “assicurazione” del prestito obbligazionario possono avere sull’appetibilità – dal punto di vista del mercato - dell’operazione di emissione: la presenza della garanzia incide, *in primis*, sulla rischiosità dell’operazione, sul tasso pagato ai sottoscrittori dell’emissione e sulla sicurezza del rimborso del prestito a scadenza.

Le garanzie ammissibili nelle operazioni di emissione di mini bond possono essere di vario tipo, reali e personali. Particolare rilievo, in tale contesto, riveste l’istituto dell’ipoteca e il disposto dell’art. 2412 c.c., in base al quale il limite di emissione pari al doppio del patrimonio può essere superato qualora l’emissione sia garantita da ipoteca di primo grado su immobili di proprietà della società (fino a 2/3 del valore degli immobili). Appare, quindi, possibile strutturare emissioni di mini bond anche attraverso la costituzione di portafogli di immobili oggetto di ipoteca.

Altra tipologia di garanzia reale che può essere costituita nell’ambito di una emissione di mini bond dal debitore o da un terzo per il debitore è il pegno. Esso implica la consegna del bene mobile su cui è stato scritto o del documento che conferisce l’esclusiva disponibilità di tale bene. Tuttavia, diversamente da quanto avviene per l’ipoteca, la costituzione del pegno non consente di beneficiare di alcun vantaggio legale in termini di superamento dei limiti patrimoniali consentiti nell’emissione del prestito obbligazionario.

Alla luce delle recenti innovazioni normative, vale la pena di ricordare anche l’operazione di cessione di crediti di garanzia, che può avvenire sia nell’ambito di operazioni di cartolarizzazione sia di factoring.

A tal proposito, il D.L. Destinazione Italia ha individuato come *asset* eligibili a garanzia dell’emissione di obbligazioni bancarie i crediti nei confronti delle PMI, insieme ai mini bond e a strumenti finanziari emessi da veicoli di cartolarizzazione aventi mini bond come attivi sottostanti (c.d. obbligazioni bancarie collateralizzate).

In tema di garanzie reali, il D.L. Destinazione Italia interviene, inoltre, modificando l’art.46 del TUB “*Finanziamenti alle imprese: costituzione di privilegi*”. La norma, ante modifica, prevedeva la possibilità di garantire i finanziamenti a medio e lungo termine prestati dalle banche alle imprese mediante la costituzione di privilegio sui beni mobili destinati all’esercizio dell’impresa. Il Decreto in parola estende tale possibilità anche alle obbligazioni e a titoli similari (mini bond e cambiali finanziarie), nella misura in cui tali titoli siano sottoscritti esclusivamente da investitori qualificati e riservati alla circolazione soltanto presso tali investitori.

---

<sup>(1)</sup> Convertito con modificazioni dalla legge del 7 agosto 2012, n. 134.

<sup>(2)</sup> Convertito con modificazioni dalla legge del 21 febbraio 2014, n. 9.

Il decreto specifica, inoltre, che il privilegio, a pena di nullità, deve risultare per iscritto. Nell'atto devono essere esattamente descritti i beni e i crediti sui quali il privilegio viene costituito, la banca creditrice o, nel caso di obbligazioni e titoli simili, il sottoscrittore o i sottoscrittori di tali obbligazioni o un loro rappresentante, il debitore, il soggetto che ha concesso il privilegio, l'ammontare e le condizioni del finanziamento nonché la somma di denaro per la quale il privilegio viene assunto.

Tale misura, consentendo l'emissione di prestiti obbligazionari assistiti da privilegio speciale, dovrebbe produrre l'effetto di rendere l'investimento in tali strumenti più sicuro. Ciò permette, infatti, all'impresa di utilizzare i beni destinati al proprio processo produttivo per ottenere i necessari finanziamenti, senza privarsi degli stessi e fornendo una forma di garanzia più efficiente rispetto alle tipiche garanzie reali sopra menzionate. Infatti, da un lato, le piccole e medie imprese spesso sono prive di beni immobili di particolare valore su cui poter costituire l'ipoteca e, dall'altro, lo spossamento del bene, previsto in caso di pegno, risulta incompatibile con la necessità di servirsi del bene nel processo produttivo.

Ulteriori tipologie di garanzie che possono essere considerate in sede di progettazione di una emissione di mini bond sono quelle personali, quali il contratto di fideiussione e il contratto autonomo di garanzia, offerti da banche e intermediari finanziari.

Il ruolo preminente del contratto di fideiussione e del contratto autonomo di garanzia viene evidenziato dalle modifiche contenute nel D.L. Sviluppo che, sebbene non dia specifica indicazione delle possibilità a cui si possa pervenire nel caso di una emissione garantita di mini bond, dà precise istruzioni circa la rilevanza che tali istituti giuridici hanno nell'ambito dell'emissione di cambiali finanziarie, ovvero di strumenti finanziari a breve termine del tutto simili, a norma del decreto stesso, alle obbligazioni.

Infatti, per le emissioni di cambiali finanziarie assistite da garanzia è stabilito il venir meno di alcuni requisiti richiesti per procedere all'emissione. In particolare, qualora l'emissione sia assistita, in misura non inferiore al 25% del valore di emissione, da garanzie prestate da una banca, da un'impresa di investimento, da un confidi (relativamente alle cambiali emesse da società aderenti al consorzio) si può prescindere dall'obbligo di mantenimento nel portafoglio di uno sponsor di una quota di titoli emessi; e, ancora, è previsto il venir meno dell'obbligo di certificazione del bilancio, per un periodo di 18 mesi, qualora l'emissione di cambiali sia assistita, in misura non inferiore al 50% del valore di emissione, da garanzie prestate da una banca, da un'impresa di investimento, da un confidi (relativamente alle cambiali emesse da società aderenti al consorzio).

Con riguardo alle emissioni di strumenti finanziari da parte delle PMI assumono particolare rilievo le possibili forme di intervento pubblico e privato ed, in particolare, il regime operativo del Fondo di Garanzia per le PMI, l'attività di riassicurazione svolta da SACE, l'operatività dei confidi, delle banche e di altri investitori qualificati.

Il Fondo di Garanzia per le PMI si inserisce nel contesto dell'emissione di mini bond secondo due modalità differenti: come garante diretto a favore di banche (o pool di banche) e altri intermediari finanziari sottoscrittori degli strumenti, o come garante indiretto (contro-garante), cioè riassicurando le garanzie concesse all'emittente, nell'ambito dell'operazione di emissione, da un confidi. Si segnala, a tal proposito, che finora è stata avanzata una sola richiesta di intervento del Fondo a garanzia diretta su un'emissione per il 100% sottoscritta dallo stesso istituto di credito richiedente.

Al fine di agevolare l'intervento del Fondo di Garanzia per le PMI, in sede di conversione, il D.L. Destinazione Italia è stato modificato in modo da prevedere la possibilità di concedere garanzie dirette anche a favore di società di gestione del risparmio che, in nome e per conto dei fondi comuni d'investimento da esse gestiti, sottoscrivano obbligazioni o titoli simili emessi da PMI. Tale garanzia potrà essere concessa a fronte sia di singole operazioni di sottoscrizione di obbligazioni e titoli simili sia di portafogli di operazioni.

Sempre nel contesto di operazioni di riassicurazione rientra l'attività svolta da SACE, che nell'ambito di emissioni di mini bond da parte delle PMI, offre una garanzia nel limite del 70% del valore dell'emissione sottoscritto ad aziende con programmi di internazionalizzazione ed una componente di fatturato estero superiore al 10%. Il costo della garanzia variabile (tra i 50 e i 200 b.p.) a seconda dello standing creditizio e dello stato di solvibilità dell'impresa emittente.

Per quanto riguarda, invece, le iniziative private, un ruolo importante può essere svolto dai confidi e dalle banche. Infatti, in caso di sottoscrizione del prestito obbligazionario da parte di una banca (o pool di banche), il confidi può prestare garanzia per tutta o parte dell'emissione, anche con la possibilità di poter beneficiare dell'intervento in contro o co-garanzia del Fondo di Garanzia per le PMI.

Alla luce del quadro sopra illustrato, emerge la posizione di rilievo che le garanzie - reali e personali - svolgono ai fini della riduzione del costo delle operazioni di *funding* delle imprese. Gli interventi normativi e le prassi operative delineate individuano nella garanzia il principale *driver* che consente di rendere le operazioni di emissione di strumenti finanziari delle PMI più sicure e, quindi, appetibili agli occhi del mercato, consentendo un rapido ampliamento della platea dei possibili sottoscrittori.