

# **L'emissione dei mini bond quale nuovo meccanismo di finanziamento delle PMI**

a cura di Giuseppe Demauro

## **Premessa**

Le tensioni sul mercato del credito pongono nuovamente l'accento sulla principale debolezza del sistema finanziario italiano costituita dall'eccessiva dipendenza delle imprese dal credito bancario e dalla insufficiente raccolta diretta di fondi sui mercati.

La scarsa articolazione dei mercati sui quali reperire nuove risorse, si riflette in una struttura finanziaria delle imprese caratterizzata da un indebitamento relativamente elevato e da un'alta quota di prestiti bancari sul complesso dei debiti contornato da un modesto peso degli altri strumenti finanziari.

A ciò si aggiunge la complessa fase congiunturale che sta mettendo a dura prova il modello di finanziamento fino ad oggi posto in essere; appare evidente come il conseguente ridimensionamento dei volumi di attività riduce la capacità delle imprese di finanziare gli investimenti con risorse interne con conseguente maggiore dipendenza dalle banche.

Anche il reperimento di nuova finanza conseguibile attraverso il ricorso diretto al mercato, reso possibile dalla borsa, appare modesto nonostante, occorre precisare, il limitato sviluppo della borsa non riflette la scarsità di imprese quotabili visto che ci sono in Italia numerose aziende non quotate dotate dei requisiti dimensionali, patrimoniali e reddituali necessari per l'accesso al mercato.

Nella percezione di tali imprese, l'ingresso sul mercato dei capitali sembra associarsi ad un rilevante costo fisso, in larga misura in termini di trasparenza, che supera i vantaggi derivanti dalla possibilità di reperire capitali a condizioni competitive presso una più ampia platea di investitori.

Il basso numero di aziende quotate limita lo sviluppo di strumenti e servizi finanziari quali le obbligazioni o i prestiti sindacati: si tratta di tecniche di finanziamento assai poco

utilizzate dalle imprese non quotate, per loro natura meno trasparenti e caratterizzate da un numero ristretto di soci.

Ne deriva che i costi sempre più elevati del ricorso alle forme di finanziamento bancario e la difficile accessibilità alle medesime a causa di criteri sempre più selettivi di erogazione, potrebbero indurre numerose imprese a reperire le risorse finanziarie necessarie attraverso i c.d. “mini bond”.

### **I mini bond del Decreto Sviluppo**

I decreti legge recanti misure per stimolare la “crescita del Paese” – il D.L. 22 giugno 2012, n. 83 (c.d. “*Decreto Crescita*”, convertito con modificazioni nella legge 7 agosto 2012, n. 134) ed il D.L. 18 ottobre 2012, n. 179, (c. d. “*Decreto Crescita bis*” convertito con modificazioni nella L. 17 dicembre 2012, n. 221) – hanno modificato sensibilmente il regime civilistico e fiscale delle obbligazioni e delle cambiali finanziarie, favorendo la loro emissione da parte delle imprese domestiche di piccole e medie dimensioni e di conseguenza ampliando la gamma di strumenti cartolari di raccolta di capitale di debito.

La legge n. 134/2012 ha previsto anche una fattispecie di obbligazioni “ibride” denominate mini bond o obbligazioni subordinate partecipative, che consistono in titoli di debito con clausole di partecipazione agli utili e di subordinazione, i c.d. “mini bond”.

Concentreremo tuttavia l’analisi sulle novità introdotte in tema di obbligazioni destinate alla quotazione emesse da società non quotate.

Potranno quindi emettere i Mini Bond le PMI che soddisfino le seguenti condizioni:

- si facciano assistere nell’emissione dei titoli da uno sponsor (banca, impresa di investimento, SGR, società di gestione armonizzata, SICAV e intermediari finanziari iscritti nell’elenco previsto dall’articolo 107 del Testo Unico Bancario) che fornisca il supporto all’emissione e che agisca quale collocatore dei titoli;
- abbiano sottoposto a revisione contabile, da parte di un revisore legale o di una società di revisione legale, il bilancio dell’ultimo esercizio;
- emettano i titoli, e ne limitino la circolazione, esclusivamente in favore di investitori qualificati (34-ter del Regolamento Consob n. 11971 del 1999) che non siano, direttamente o indirettamente, neanche per tramite di società fiduciaria o interposta persona, soci della medesima impresa emittente; inoltre tali titoli dovranno essere destinati alla circolazione esclusivamente tra tali investitori.

Il ruolo dello sponsor pertanto sarà quello di supportare le società nella fase di emissione e di collocamento, sottoscrizione e mantenimento nel proprio portafoglio, fino alla naturale scadenza, di una quota dei titoli, facilitando la liquidità degli scambi sui titoli per tutta la durata dei titoli stessi.

In particolare, lo sponsor avrà l'obbligo di mantenere nel proprio portafoglio fino alla scadenza una quota dei titoli emessi nella seguente misura:

- una quota non inferiore al 5% del valore di emissione, per le emissioni di valore fino a cinque milioni di euro;
- in aggiunta alla quota precedente, un ulteriore 3% del valore di emissione eccedente i cinque milioni di euro, fino ad un valore di dieci milioni di euro;
- sempre in più rispetto alle precedenti quote, il 2% del valore di emissione eccedente i dieci milioni di euro, facilitando altresì la liquidità degli scambi sui titoli per tutta la durata dell'emissione.

Lo sponsor dovrà anche provvedere a classificare la categoria di rischio dell'emittente, tenendo conto della qualità creditizia dell'impresa (cfr. Comunicazione della Commissione Europea 2008/C 14/02 e successive modificazioni) e dovrà fornire aggiornamenti almeno trimestrali sulla classificazione di rischio ed ogni qualvolta intervenga un elemento straordinario.

### **L'eliminazione dei limiti quantitativi all'emissione**

Con riferimento alle obbligazioni destinate alla quotazione, l'articolo 32 della legge n. 134/2012:

- elimina i limiti legali che impedivano alle società non quotate di emettere obbligazioni per un ammontare superiore al doppio del patrimonio netto;
- elimina gli aggravati d'imposta, giustificati non solo da esigenze di gettito ma soprattutto da timori di elusione o arbitraggi fiscali, previsti sia per gli investitori che per gli emittenti "non quotati" di obbligazioni negoziate in mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione.

Il comma 25 dell'articolo 32 della legge n. 134/2012 modifica il quinto comma dell'articolo 2412 del codice civile (limiti all'emissione).

Come noto, l'articolo 2412 c.c. definisce al primo comma i cosiddetti "limiti quantitativi" all'emissione di obbligazioni, prevedendo che le società possano emettere obbligazioni per somme complessivamente non eccedenti il doppio del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato.

Tuttavia, il secondo comma dell'articolo 2412 c.c. autorizza il superamento di tali limiti nel caso in cui *"le obbligazioni emesse in eccedenza sono destinate alla sottoscrizione da parte di investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale a norma delle leggi speciali. In caso di successiva circolazione delle obbligazioni, chi le trasferisce risponde della solvenza della società nei confronti degli acquirenti che non siano investitori professionali"*.

Nella previgente disciplina i limiti sopra richiamati non trovavano applicazione all'emissione di obbligazioni effettuata da "società con azioni quotate" in mercati regolamentati, limitatamente alle obbligazioni destinate ad essere quotate negli stessi o in altri mercati regolamentati.

Il nuovo comma 5 dell'articolo 2412 prevede ora che *"I commi primo e secondo non si applicano alle emissioni di obbligazioni destinate ad essere quotate in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione ovvero di obbligazioni che danno il diritto di acquisire ovvero di sottoscrivere azioni"*.

Ne deriva che i limiti di cui ai commi 1 e 2 dell'articolo 2412 c.c. oltre a non applicarsi a qualsiasi emissione di titoli obbligazionari convertibili, non si applicheranno né alle società con azioni quotate né alle società con azioni non quotate a condizione che le obbligazioni emesse siano "destinate" ad essere quotate in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione.

## **Il regime fiscale**

### ***Regime di tassazione dei sottoscrittori di obbligazioni negoziate***

Il comma 9 dell'articolo 32 della legge n. 134/2012 ha modificato il regime di tassazione degli interessi ed altri proventi delle obbligazioni emesse da società non quotate stabilendo che si applica la disciplina prevista nel decreto legislativo 1° aprile 1996, n. 239 per le obbligazioni emesse dai c.d. "grandi emittenti" (banche e società quotate) a condizione che le obbligazioni siano negoziate in mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione degli Stati membri dell'Unione europea e degli Stati aderenti all'Accordo sullo spazio economico europeo (SEE) inclusi nella cd. white list.

L'applicazione della disciplina fiscale contenuta nel d.lgs. n. 239 del 1996, che prevede l'applicazione di un'imposta sostitutiva del 20% sugli interessi e altri proventi delle obbligazioni, determina due ordini di vantaggi:

- consente di applicare il regime di esenzione agli investitori non residenti nel territorio dello Stato che risiedono in Paesi che consentono un adeguato scambio di informazioni (c.d. *white list*);
- consente agli investitori residenti nel territorio dello Stato che siano OICR, forme pensionistiche complementari di cui al d.lgs. n. 252 del 2005 e gestioni individuali di portafoglio con opzione per l'applicazione del regime del risparmio gestito, di percepire gli interessi e altri proventi al lordo dell'imposta sostitutiva.

In particolare, con riferimento agli OICR, viene eliminata la doppia tassazione che fino ad oggi si veniva a determinare qualora detti organismi investissero nelle obbligazioni in questione (una prima volta in capo all'OICR al momento della percezione degli interessi e altri proventi e una seconda volta in capo all'investitore al momento della percezione dei proventi derivanti dalla partecipazione all'OICR).

Nel caso delle forme pensionistiche complementari viene consentita l'inclusione degli interessi e altri proventi nel risultato maturato della gestione da assoggettare ad imposta sostitutiva dell'11% (in precedenza i proventi in questione erano tassati con ritenuta del 20% ed esclusi dal risultato maturato di gestione).

Infine, nel caso delle gestioni individuali di portafoglio con opzione per l'applicazione del regime del risparmio gestito, l'inclusione nel risultato maturato della gestione da assoggettare ad imposta sostitutiva del 20%, consente la compensazione con le minusvalenze relative ad altri strumenti finanziari.

### ***Regime fiscale dell'emittente***

Se le obbligazioni o le cambiali finanziarie saranno ammesse a negoziazione in mercati regolamentati o non regolamentati europei *white list*, gli interessi passivi potranno essere dedotti con la limitazione del 30% del margine operativo lordo, senza essere soggetti all'ulteriore limitazione (prevista dal comma 115 dell'articolo 3 della legge 28 dicembre 1995, n. 549) in base alla quale gli interessi passivi di un prestito obbligazionario sono deducibili a condizione che, al momento di emissione, il tasso di rendimento effettivo non sia superiore:

- al doppio del tasso ufficiale di riferimento, per le obbligazioni ed i titoli similari negoziati in mercati regolamentati degli Stati membri dell'Unione europea e degli Stati aderenti all'Accordo sullo Spazio economico europeo inclusi nella *white list* o collocati mediante offerta al pubblico ai sensi della disciplina vigente al momento di emissione;

- al tasso ufficiale di riferimento aumentato di due terzi, delle obbligazioni e dei titoli simili diversi dai precedenti.

Qualora il tasso di rendimento effettivo all'emissione sia superiore ai limiti di cui sopra, gli interessi passivi eccedenti l'importo derivante dall'applicazione dei predetti tassi sono indeducibili dal reddito di impresa.

Tuttavia, per beneficiare di quanto sopra (non applicazione dell'art. 3 della L. 28 dicembre 1995, n. 549), le obbligazioni dovranno essere sottoscritte esclusivamente da investitori professionali che non detengano più del 2% del capitale o del patrimonio della società emittente.

### **Il nuovo segmento ExtraMOT PRO**

Dall'11 febbraio 2013, Borsa Italiana ha creato all'interno del mercato ExtraMOT un segmento professionale denominato ExtraMOT PRO per la negoziazione di strumenti finanziari di debito, riservato esclusivamente a investitori professionali.

Il nuovo segmento è nato per offrire alle PMI italiane un mercato nazionale che consenta di cogliere le opportunità e i benefici fiscali sopra descritti.

L'infrastruttura regolamentare del nuovo segmento offre alle PMI un primo accesso ai mercati dei capitali semplice ed economico; gli unici requisiti per le società, infatti, sono l'aver pubblicato il bilancio degli ultimi due esercizi, di cui l'ultimo sottoposto a revisione contabile e l'aver messo a disposizione un documento informativo con alcune informazioni essenziali.

Non è richiesta la pubblicazione di un prospetto di quotazione ai sensi della Direttiva Prospetti.

Successivamente alla quotazione è richiesta la pubblicazione di bilanci annuali revisionati, dei giudizi di rating se pubblici, l'informativa relativa a qualsiasi modifica dei diritti dei portatori degli strumenti, ed eventuali informazioni di carattere tecnico legate alle caratteristiche degli strumenti (es. date di pagamento degli interessi, cedole, piani di ammortamento).

8 Dicembre 2013

Demauro Giuseppe