

Il "Decreto crescita" apre i mercati alle società non quotate

Opportunità e sfide della nuova normativa

Il Consiglio dei Ministri del 15 giugno 2012 ha approvato un pacchetto contenente un insieme di misure urgenti e strutturali che realizzano una parte ulteriore della c.d. "Agenda per la Crescita sostenibile" (il "**Provvedimento**").

Una delle principali novità introdotte dal Provvedimento è rappresentata dall'ampliamento delle opportunità di ricorso al mercato del debito per le società italiane non quotate, anche di media e piccola dimensione (diverse dalle banche e dalle micro imprese¹) (le "**Società**"), mediante l'eliminazione di taluni limiti quantitativi all'emissione, la rimozione di ostacoli di natura fiscale e l'introduzione di nuove tipologie di strumenti finanziari.

Il testo del Provvedimento, non ancora ufficiale, quindi soggetto a modifiche ed integrazioni, presenta tuttavia alcune incongruenze e punti dubbi che si auspica possano essere superati tra la pubblicazione e la conversione, onde garantire che questa importante riforma rappresenti un reale volano per la competitività delle aziende italiane.

Le misure previste dal Provvedimento entreranno in vigore in seguito alla pubblicazione sulla Gazzetta Ufficiale. Trattandosi di un decreto legge, le misure perderanno efficacia nel caso in cui il Provvedimento non sia convertito in legge nei sessanta giorni successivi alla sua entrata in vigore.

I nostri contatti:

Lucio Bonavitacola

Finance & Capital Markets Partner
lucio.bonavitacola@cliffordchance.com

Massimiliano Bianchi

Finance & Capital Markets Senior Associate
massimiliano.bianchi@cliffordchance.com

Carlo Galli

Tax Partner
carlo.gallii@cliffordchance.com

Franco Grilli Cicilioni

Finance & Capital Markets Partner
franco.grilli@cliffordchance.com

Gioacchino Foti

Finance & Capital Markets Senior Associate
gioacchino.foti@cliffordchance.com

Domenico Dell'Orletta

Tax Senior Associate
domenico.dell'orletta@cliffordchance.com

¹ L'art. 2, comma 3, della raccomandazione 2003/361/CE della Commissione Europea del 6 maggio 2003, definisce "micro impresa" quella impresa che occupa meno di dieci persone e realizza un fatturato annuo oppure un totale di bilancio annuo non superiori a due milioni di euro.

Eliminazione dei limiti quantitativi previsti dall'articolo 2412 del codice civile

L'attuale testo dell'articolo 2412 del codice civile prevede che le società per azioni possano emettere obbligazioni per una somma complessivamente non superiore al doppio del loro patrimonio netto.

Tale limite quantitativo può essere superato unicamente nell'ipotesi in cui le obbligazioni emesse in eccedenza siano destinate alla sottoscrizione da parte di investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale; nel caso di successiva circolazione dei titoli presso investitori *retail*, il soggetto che li ha trasferiti deve rispondere della solvenza della società emittente.

Il codice civile, nella sua attuale formulazione, stabilisce che i limiti sopra previsti non si applichino all'emissione di obbligazioni effettuate da società con azioni quotate in mercati regolamentati, limitatamente alle obbligazioni destinate a essere quotate in un mercato regolamentato.

Il regime attuale, sopra descritto, ha di fatto circoscritto fortemente la capacità per le società non quotate di attingere risorse dal mercato dei capitali.

Con il Provvedimento, il legislatore è intervenuto prevedendo che il limite all'emissione (rappresentato dal doppio del patrimonio netto) non si applichi nel caso di "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 sottoscrivere azioni".

Le obbligazioni quotate non saranno pertanto più soggette a limiti quantitativi di emissione, a prescindere dal fatto che l'emittente sia una società quotata o una non quotata.

Non saranno soggette ad alcun limite quantitativo neanche le obbligazioni convertibili in azioni, in questo caso anche se le obbligazioni (convertibili) non siano quotate.

Rimozione degli ostacoli di natura fiscale ed estensione del regime applicabile a banche e società quotate

Il Provvedimento uniforma altresì il regime fiscale delle obbligazioni e dei titoli simili emessi da società non quotate a quello più favorevole delle società quotate. Il regime esistente aveva fino ad oggi penalizzato le emissioni obbligazionarie delle società non quotate, sia in termini di indeducibilità degli interessi in capo all'emittente, sia con riferimento alla più gravosa tassazione in capo a investitori non residenti. In particolare, il nuovo regime permetterà:

1. agli investitori non residenti di beneficiare dell'esenzione sugli interessi ed altri proventi derivanti da obbligazioni e titoli simili negoziati in mercati regolamentati, attualmente prevista dal D.Lgs. 239/1996 esclusivamente a favore delle obbligazioni emesse dai cd. "grandi emittenti" (banche e società quotate);
2. alle società non quotate di dedurre gli interessi passivi corrisposti sulle obbligazioni e titoli simili secondo le stesse regole previste per le società quotate (vale a dire nei limiti del 30% dell'EBITDA risultante dall'ultimo bilancio approvato), qualora le obbligazioni e titoli simili siano inizialmente sottoscritti da, e successivamente circolino tra, investitori qualificati, che non siano, direttamente o indirettamente, soci della società emittente.

Verrebbe quindi definitivamente rimosso il limite alla deducibilità degli interessi eccedenti al massimo il doppio del tasso ufficiale di riferimento, che fino ad oggi aveva rappresentato il principale ostacolo all'accesso al mercato dei capitali da parte delle società non quotate.

Tali modifiche troveranno applicazione alle obbligazioni e ai titoli simili emessi a decorrere dalla data di entrata in vigore del presente decreto legge; i soggetti emittenti avranno altresì l'obbligo di comunicare i dati relativi alle emissioni di titoli di

In evidenza

- Eliminazione dei limiti quantitativi previsti dall'articolo 2412 del codice civile
- Rimozione degli ostacoli di natura fiscale ed estensione del regime applicabile a banche e società quotate
- Emissione di obbligazioni con la presenza di uno *sponsor*
- Introduzione della categoria delle obbligazioni partecipative e subordinate

debito e similari non negoziati su mercati regolamentati, entro 30 giorni all'Agenzia delle Entrate, con finalità di monitoraggio.

Cambiali finanziarie e obbligazioni

Il Provvedimento pone alcune condizioni all'emissione di titoli obbligazionari non quotati, nonché in tema di emissione di cambiali finanziarie.

In particolare, l'emissione di cambiali finanziarie e di obbligazioni da parte delle Società è subordinata alle seguenti condizioni:

- l'emissione deve essere assistita da uno *sponsor*;
- l'ultimo bilancio dell'emittente deve essere assoggettato a revisione contabile da parte di un revisore legale o di una società di revisione legale iscritti nel Registro dei revisori legali e delle società di revisione;
- i titoli devono essere:
 - a. collocati esclusivamente presso investitori qualificati che non siano, direttamente o indirettamente, soci della società emittente;
 - b. destinati alla circolazione, anche sul mercato secondario, esclusivamente tra tali investitori.

Per quanto riguarda le cambiali finanziarie, il Provvedimento ha inoltre introdotto talune novità in materia di limite massimo di emissione (pari al totale dell'attivo corrente come rilevabile dall'ultimo bilancio approvato) e di durata (che dovrà essere compresa tra uno e diciotto mesi); inoltre, è stata introdotta la possibilità di emettere le cambiali finanziarie in forma dematerializzata. Al riguardo, il Provvedimento dispone altresì che il trattamento fiscale delle cambiali finanziarie è uniformato a quello delle obbligazioni societarie al fine di rendere neutrale la scelta fra diverse tipologie di strumenti di credito: obbligazioni, cambiali finanziarie e prestiti bancari; le cambiali finanziarie potranno pertanto accedere al regime previsto dal D.Lgs. 239/1996 eliminando la più gravosa tassazione in capo a investitori non residenti che aveva fino ad oggi penalizzato queste emissioni.

Il superamento dei limiti quantitativi all'emissione: solo per i titoli quotati?

In relazione al Provvedimento, mentre è chiaro che le condizioni ivi previste non si applicano nel caso in cui i titoli siano quotati su un mercato regolamentato o un sistema multilaterale di negoziazione, non è affatto chiaro – e si tratta di un aspetto affatto secondario della riforma - cosa si preveda in relazione ai titoli non quotati.

La formulazione del Provvedimento è infatti tutt'altro che felice, nel punto in cui prevede che "*anche in deroga all'articolo 11 del decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385 [...] le società possono emettere cambiali finanziarie [...] e obbligazioni*" rispettando le condizioni che si sono viste sopra (e cioè: la presenza di uno sponsor, la revisione dell'ultimo bilancio, e la circolazione limitata agli investitori qualificati, non collegati).

Come noto, l'articolo 11 del decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385 (il "**TUB**") contiene il principio generale della riserva di attività bancaria in materia di raccolta del risparmio, in base al quale solo le banche possono raccogliere risparmio tra il pubblico. È lo stesso articolo 11 del TUB a prevedere poi talune eccezioni a questo principio generale, stabilendo tra l'altro che il divieto alla raccolta del risparmio tra il pubblico non si applichi alle società, "*per la raccolta effettuata ai sensi del codice civile mediante obbligazioni, titoli di debito od altri strumenti finanziari*".

Ora, la possibilità di emettere titoli di debito da parte di società *corporate* non quotate (sia pure entro i limiti, previsti dal codice civile ante riforma, del doppio del patrimonio netto e con le inefficienze fiscali - superate proprio con il Provvedimento - di cui si è detto sopra) era quindi già prevista nell'ordinamento italiano, senza che l'emissione comportasse evidentemente una violazione della riserva di attività bancaria.

Non è chiaro pertanto quale sia l'intenzione del legislatore, nella parte in cui il Provvedimento fa riferimento alla "deroga" all'articolo 11 del TUB.

Sulla base di una interpretazione finalistica della norma, si potrebbe ritenere che l'espressione "*anche in deroga all'articolo 11*" del TUB debba essere letta nel senso di legittimare l'emissione di obbligazioni anche oltre il limite quantitativo (rappresentato dal doppio del patrimonio netto) previsto dal codice civile - limite richiamato proprio dall'articolo 11 del TUB – purché siano osservate le condizioni di cui si è detto: sponsor, bilancio certificato e circolazione tra soli istituzionali; e anche

a prescindere dalla quotazione.

In altri termini, secondo questa interpretazione, ci sarebbero due modi di superare il limite quantitativo: (a) nel caso di mancata quotazione o negoziazione in un sistema multilaterale di negoziazione, rispettando le condizioni previste dal Provvedimento; ovvero (b) quotando le obbligazioni (senza viceversa osservare, in questo caso, le condizioni introdotte dal Provvedimento).

Tuttavia, allo stato altre interpretazioni sarebbero possibili, rendendo quindi difficoltoso il superamento del limite quantitativo previsto dal codice civile, richiamato proprio dall'articolo 11 del TUB.

Sponsor

Come sopra rilevato, il Provvedimento, nel fissare le condizioni necessarie all'emissione di cambiali finanziarie, obbligazioni e obbligazioni partecipative subordinate (di cui si dirà nel paragrafo successivo) da parte delle Società, introduce la figura dello *sponsor*.

In particolare, le Società devono essere assistite da uno *sponsor* che avrà il compito di:

- (i). supportare l'emittente nella fase di emissione e di collocamento;
- (ii). mantenere nel proprio portafoglio, fino alla naturale scadenza, una quota dei titoli, la cui percentuale differisce in base al valore dell'emissione²;
- (iii). assicurare la liquidità dei titoli fino alla scadenza; e
- (iv). procedere ad una valutazione periodica, almeno trimestrale, del valore dei titoli. Più precisamente, lo sponsor classifica l'emittente con periodicità almeno trimestrale, e comunque ogniqualvolta intervengano elementi straordinari atti a modificare il giudizio, distinguendo almeno cinque categorie di qualità creditizia dell'emittente (ottima, buona, soddisfacente, scarsa e negativa), da incrociarsi, per le operazioni garantite, con i livelli di garanzia elevata, normale o bassa.

Possono assumere il ruolo di *sponsor* le banche, le imprese di investimento, le SGR, le società di gestione armonizzate, SICAV, gli intermediari finanziari iscritti nell'elenco previsto dall'articolo 107 del TUB bancario, nonché le banche autorizzate all'esercizio dei servizi di investimento anche aventi sede legale in uno Stato extracomunitario, purché autorizzate alla prestazione di servizi nel territorio della Repubblica.

Le società diverse dalle PMI³ possono rinunciare alla nomina dello sponsor.

Obbligazioni partecipative subordinate

Una ulteriore rilevante novità introdotta dal Provvedimento è rappresentata dalle obbligazioni partecipative subordinate, per le quali è prevista una durata non inferiore a sessanta mesi.

I diritti dei portatori di tali strumenti saranno postergati, secondo quanto previsto nella clausola di subordinazione del regolamento del titolo, rispetto agli altri creditori della società emittente (e ad eccezione dei sottoscrittori del solo capitale sociale).

La clausola di partecipazione regolerà invece la parte del corrispettivo spettante al portatore del titolo obbligazionario,

² In particolare, lo sponsor ha l'obbligo di sottoscrivere una quota pari al (a) 5% del valore di emissione dei titoli per le emissioni fino a cinque milioni di euro, (b) 3% del valore di emissione dei titoli per le emissioni comprese tra i cinque ed i dieci milioni di euro (in aggiunta alla quota precedente) e (c) 2% del valore di emissione dei titoli per le emissioni superiori ai dieci milioni di euro (in aggiunta alle quote precedenti)

³ Le PMI sono costituite da imprese che occupano meno di 250 persone, il cui fatturato annuo non supera i 50 milioni di Euro, oppure il cui totale di bilancio annuo non supera i 43 milioni di Euro.

commisurandola al risultato economico dell'impresa emittente. In particolare, le obbligazioni partecipative subordinate dovranno prevedere una remunerazione in parte fissa (che non potrà essere inferiore rispetto al Tasso Ufficiale di Riferimento vigente al momento dell'emissione) ed in parte variabile, commisurata al risultato economico della società emittente.

Il Provvedimento dispone altresì un favorevole trattamento fiscale della remunerazione in capo al soggetto emittente.

L'attuale dettato normativo dell'art. 109 del TUIR, stabilisce che la remunerazione di strumenti finanziari parametrata ai risultati economici del soggetto emittente non è deducibile in capo a quest'ultimo.

La rilevante novità introdotta dal Provvedimento stabilisce invece che qualora un'emissione contempli una clausola di subordinazione e vincoli l'emittente a non distribuire capitale (ad eccezione degli utili d'esercizio) per tutta la durata dell'emissione, gli oneri finanziari corrispondenti alla parte variabile del corrispettivo sono deducibili ai fini IRES, in deroga al menzionato articolo 109 del TUIR.

Anche in materia di obbligazioni partecipative subordinate, occorre tuttavia segnalare talune incongruenze nel dettato normativo.

È possibile la quotazione di obbligazioni partecipative subordinate?

Il Provvedimento prevede che le disposizioni previste in materia di clausole di subordinazione e partecipazione "non si applicano", tra l'altro, nel caso in cui gli strumenti siano quotati su un mercato regolamentato, ovvero siano negoziati su un sistema multilaterale di negoziazione.

La portata di questa disposizione non è chiara.

Secondo una prima possibile lettura della norma, le obbligazioni partecipative subordinate non potrebbero mai essere quotate, né negoziate su un sistema multilaterale di negoziazione. In alternativa, potrebbe intendersi che il legislatore abbia comunque voluto introdurre la categoria delle obbligazioni partecipative subordinate, prevedendone una serie di caratteristiche, le quali tuttavia dovrebbero essere rispettate unicamente nel caso in cui i titoli non siano quotati. Nel caso di quotazione, sarebbe invece possibile emettere obbligazioni partecipative subordinate anche aventi caratteristiche difformi da quelle previste dal Provvedimento.

Le società quotate possono emettere obbligazioni partecipative subordinate?

Un'ulteriore ambiguità riguarda infine le tipologie di soggetti legittimati ad emettere obbligazioni partecipative subordinate: se solo le società non quotate, o anche le quotate. Il Provvedimento, infatti, prevede la facoltà di emettere questa tipologia di obbligazioni, riferendola espressamente alle società non quotate. *Quid iuris* per le quotate?