

Gennaio 2014

## I nuovi strumenti di finanziamento per le imprese: i c.d. Mini-bonds

Roberto Culicchi e Juljan Puna, Hogan Lovells Studio Legale

### 1. Introduzione

Il protrarsi della crisi finanziaria e della stretta creditizia (il c.d. *credit crunch*) ha determinato una significativa carenza di liquidità nel mercato italiano con conseguenze assai negative sulle imprese, in particolar modo per le piccole/medie imprese (PMI) che costituiscono la stragrande maggioranza del tessuto imprenditoriale dell'Italia. Ne è conseguita una drastica riduzione dei finanziamenti da parte delle banche, in particolar modo, appunto, nei confronti delle PMI, che, sommato alle difficoltà di quest'ultime di reperimento di capitali esteri, ha notevolmente amplificato l'impatto negativo della stretta creditizia per questi soggetti. Partendo da questi presupposti, le recenti riforme introdotte relativamente alla emissione di cambiali finanziarie e di obbligazioni sembrano aver perseguito l'obiettivo di stimolare il ricorso a strumenti di finanziamento alternativi al tradizionale canale bancario anche da parte delle PMI, rendendo al contempo il sistema italiano più accessibile anche ad opera degli investitori esteri.

Inoltre, come avremo modo di vedere, gli interventi legislativi qui esaminati incidono (seppur in misura più limitata) anche sulle società diverse dalle PMI, posto che la modifica dell'art. 2412 c.c. riflette i suoi effetti anche su tutte le società per azioni e in accomandita per azioni.

Il presente articolo si sofferma più in dettaglio sulle modifiche legislative introdotte con riferimento ai c.d. *mini-bonds*, terminologia adottata dalla prassi per identificare le obbligazioni e i titoli similari disciplinati dal Decreto Sviluppo (come in seguito definito) emessi dalle PMI.

### 2. Interventi riformatori ed ambito di applicazione

Gli interventi riformatori che hanno avuto ad oggetto la disciplina civilistica e fiscale delle cambiali finanziarie, nonché delle obbligazioni e dei titoli similari sono rappresentati principalmente da:

- (a) l'articolo 32 (in seguito, l'"**Articolo 32**") del Decreto Legge 22 giugno 2012, n. 83 (in seguito, il "**Decreto Sviluppo**"), come successivamente modificato in sede di conversione (Legge 7 agosto 2012, n. 134);

- (b) l'articolo 36, comma 3, del Decreto Legge 18 ottobre 2012, n. 179 (in seguito, il “**Decreto Sviluppo Bis**” e assieme al Decreto Sviluppo i “**Decreti Sviluppo**”), come successivamente modificato in sede di conversione (Legge 17 dicembre 2012, n. 221), che ha apportato alcune modifiche all'articolo 32 del Decreto Sviluppo; e
- (c) l'articolo 12 del Decreto Legge 23 dicembre 2013, n. 145 (in seguito, il “**Decreto Destinazione Italia**”), che ha modificato, *inter alia*, la Legge 30 aprile 1999, n. 130, l'articolo 46 del Testo Unico Bancario (T.U.B.) e l'articolo 32 del Decreto Sviluppo Bis.

L'obiettivo principale del Decreto Sviluppo e del Decreto Sviluppo Bis è stato la rimozione degli ostacoli all'accesso al mercato dei capitali da parte di emittenti finora sostanzialmente esclusi, quali le società non aventi titoli rappresentativi del capitale sociale negoziati in mercati regolamentati o non regolamentati (in seguito, le “**società non quotate**”) e le PMI. Rimangono invece escluse dalla portata dei due Decreti Sviluppo le banche e le microimprese, nonché alcune PMI – a meno che non effettuino preventivi interventi modificativi della loro forma societaria – che avremo modo di analizzare in seguito.

Le principali novità introdotte dai Decreti Sviluppo a favore delle società non quotate e delle PMI sono le seguenti:

- (a) la modifica e l'integrazione della disciplina delle cambiali finanziarie, con l'obiettivo di rendere maggiormente appetibile il ricorso a tale strumento come fonte di finanziamento a breve e medio termine;
- (b) l'introduzione di una disciplina specifica per l'emissione di obbligazioni e titoli simili da parte di società non quotate (incluse le PMI), i cosiddetti *mini-bonds*, che prevedano clausole di partecipazione e di subordinazione;
- (c) la modifica del quinto comma dell'art. 2412 c.c. riguardante i limiti quantitativi all'emissione di obbligazioni; e
- (d) la modifica del trattamento fiscale delle cambiali finanziarie e dei *mini-bonds* emessi dalle PMI.

Il campo soggettivo di applicazione dei Decreti Sviluppo è, in gran parte, circoscritto alle PMI, come definite dalla Raccomandazione della Commissione 2003/361/CE del 6 maggio 2003 (in seguito, la “**Raccomandazione**”), che ai fini della definizione prende in considerazione elementi quali l'organico ed il fatturato ovvero il bilancio totale annuale delle imprese. Ai sensi della Raccomandazione, un'impresa è considerata:

- **piccola**, quando occupa non meno di 10 e non più di 49 persone e realizza un fatturato annuo o un totale di bilancio annuo pari o superiori ad Euro 2 milioni e non superiori ad Euro 10 milioni;

- **media**, quando occupa non più di 250 persone e il cui fatturato annuo non superi Euro 50 milioni o il cui totale di bilancio annuale non sia superiore ad Euro 43 milioni.

Con riferimento al campo oggettivo di applicazione, l'intervento riformatore del Decreto Sviluppo è circoscritto alle cambiali finanziarie disciplinate dalla Legge 13 gennaio 1994, n. 43, e ai *mini-bonds*. L'art. 44, comma 2, lett. c), n. 2), del D.P.R. 22 dicembre 1986, n. 917 (Testo Unico delle Imposte sui Redditi - TUIR), chiarisce il concetto di "titoli simili alle obbligazioni"<sup>1</sup> stabilendo che rientrino in questa definizione i titoli dotati delle seguenti caratteristiche:

- (i) sono emessi in massa;
- (ii) contengono l'obbligazione incondizionata di pagare alla scadenza una somma non inferiore a quella in essi indicata, con o senza la corresponsione di proventi periodici; e
- (iii) non attribuiscono ai possessori alcun diritto di partecipazione diretta o indiretta alla gestione o al controllo dell'emittente o dell'affare in relazione al quale siano emessi.

### **3. I Mini-bonds**

#### **3.1. Limiti quantitativi per l'emissione**

L'aspetto legislativamente più innovativo e di più ampia portata dei Decreti Sviluppo è senza dubbio la modifica del quinto comma dell'art. 2412 del codice civile.

Nella formulazione precedente, il primo comma dell'art. 2412 c.c. imponeva limiti rigidi all'emissione di obbligazioni. Le emissioni erano consentite solo per una somma complessivamente non superiore al doppio del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio di esercizio approvato. Tale limite poteva essere superato se le obbligazioni: (i) erano destinate alla sottoscrizione da parte di investitori professionali soggetti alla vigilanza prudenziale a norma delle leggi speciali (art. 2412, comma 2, c.c.); (ii) eccedenti il limite imposto dal primo comma dell'art. 2412 c.c., erano garantite da ipoteca di primo grado sugli immobili di proprietà dell'emittente (art. 2412, comma 3, c.c.); e (iii) erano emesse da società per azioni quotate in mercati regolamentati, limitatamente alle obbligazioni destinate ad essere quotate negli stessi o in altri mercati regolamentati, anche esteri (art. 2412, comma 5, c.c.).

I Decreti Sviluppo sono intervenuti solo con riferimento alla deroga contenuta nel comma quinto dell'art. 2412 c.c.. La disposizione conteneva un duplice limite, poiché

---

<sup>1</sup> Con Risoluzione 54/E del 3 marzo 2009 l'Agenzia delle Entrate ha chiarito che i titoli di debito emessi da società a responsabilità limitata si considerano "titoli simili" alle obbligazioni, qualora dotati delle caratteristiche di cui all'articolo 44, comma 2, lett. c), n. 2), del TUIR, elencate sopra.

consentiva di derogare ai limiti imposti dal primo comma dell'art. 2412 c.c. soltanto alle “società con azioni quotate nei mercati regolamentati” ed esclusivamente nei casi in cui le “obbligazioni” da loro emesse “fossero destinate ad essere quotate negli stessi o in altri mercati regolamentati”. La ratio della norma era rinvenibile negli incisivi obblighi informativi imposti dal legislatore alle società con azioni quotate nei mercati regolamentati che garantivano ai potenziali investitori informazioni sufficienti sia con riferimento alla società emittente che al titolo obbligazionario.

Ne conseguivano una serie di preclusioni in contrasto con la realtà attuale. Infatti, non potevano emettere prestiti obbligazionari in misura eccedente i limiti legali tutte le società “private” (cioè non quotate in un mercato regolamentato), ancorché i relativi titoli obbligazionari fossero destinati alla quotazione in mercati regolamentati e quindi soggetti alla *disclosure* di informazioni finanziarie e non relative all'emittente, alla sua struttura organizzativa, all'attività svolta, ecc.. Inoltre, non potevano usufruire della deroga le società le cui azioni fossero state quotate in sistemi multilaterali di negoziazione come AIM Italia – Mercato Alternativo del Capitale, le quali ancorché non soggette a regole stringenti come quelle dei mercati regolamentati soggiacciono a precise regole di *corporate governance*, assetti proprietari, operatività e trasparenza, che consentono all'investitore di reperire comunque sufficienti informazioni in merito all'emittente quotato.

I Decreti Sviluppo sono intervenuti in merito eliminando le “anomalie” evidenziate ed estendendo la deroga ai limiti di emissione anche “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”, con una differenza alquanto significativa rispetto all'assetto normativo precedente.

Così facendo, il legislatore ha conseguito due risultati entrambi destinati a veicolare verso le imprese italiane maggior liquidità. Infatti, da una parte, ha creato le condizioni necessarie affinché le PMI possano ricorrere ad un canale di finanziamento alternativo a quello bancario superando il limite del patrimonio netto, a patto che dette obbligazioni siano destinate a essere quotate in mercati regolamentati ovvero in sistemi multilaterali di negoziazione. La quotazione delle obbligazioni non è necessaria ove le stesse attribuiscano ai loro titolari il diritto di acquisire ovvero di sottoscrivere azioni dell'emittente, *ergo* in caso di emissione di titoli obbligazioni convertibili in azioni. In proposito va segnalato che il legislatore non ha specificato se le azioni da sottoscrivere debbano essere dell'emittente ovvero di un'altra società, sicché sembra plausibile sostenere che le società per azioni e le società in accomandita per azioni potrebbero emettere obbligazioni che riconoscono ai loro titolari il diritto di domandare, in tempi e con modalità prefissate al momento dell'emissione, la conversione delle stesse in azioni della società emittente, secondo il c.d. procedimento diretto di conversione, oppure di un'altra società (solitamente una controllata), secondo il c.d. procedimento indiretto di conversione.

Dall'altra, essendo l'art. 2412 c.c. applicabile a tutte le società per azioni e le società in accomandita per azioni, i Decreti Sviluppo hanno ampliato le modalità di finanziamento di dette società, le quali subordinatamente alle condizioni del quinto comma, potranno emettere obbligazioni anche in misura superiore ai limiti posti dal primo comma, fermo restando che le società diverse dalle PMI non usufruiranno dei vantaggi fiscali previsti per quest'ultime.

Concludendo ci sembra utile segnalare un forte limite dei Decreti Sviluppo se consideriamo che l'obiettivo del legislatore era quello di consentire a tutte le PMI di ricorrere a questo strumento alternativo di finanziamento. L'art. 2412 c.c., infatti, è applicabile solo alle PMI costituite nella forma delle società per azioni e delle società in accomandita per azioni lasciando fuori tutte le PMI costituite nella forma delle società a responsabilità limitata, per le quali trova applicazione l'art. 2483 c.c.. L'aspetto è tutt'altro che irrilevante, considerato che una significativa parte delle PMI italiane è costituita nella forma della società a responsabilità limitata. Di conseguenza, le società a responsabilità limitata per poter emettere *mini-bonds* dovranno preventivamente deliberare la trasformazione in società per azioni.

### ***3.2. Clausole di subordinazione e partecipazione***

Un altro intervento innovativo riguarda l'estensione dei vantaggi fiscali previsti dai Decreti Sviluppo ai *mini-bonds* subordinati, partecipativi e partecipativi-subordinati aventi una scadenza iniziale pari o superiore a 36 mesi. La possibilità di emettere obbligazioni o strumenti finanziari partecipativi è stata *in primis* oggetto della riforma del 2003 con la modifica dell'art. 2411, primo e secondo comma, c.c., senza fornire anche una disciplina specifica in merito. Le obbligazioni partecipative erano fino a quel momento largamente utilizzate nella prassi, mentre le obbligazioni subordinate erano state in precedenza riconosciute solo in campo bancario.

Il Decreto Sviluppo ha aggiunto alcune previsioni di dettaglio per i *mini-bonds*, riguardanti la remunerazione dell'investimento e i vantaggi fiscali legati a detti strumenti. Dette modifiche non sono state riflesse anche nel codice civile, sicché sono valide esclusivamente per le PMI che faranno ricorso ai *mini-bonds*.

Le principali caratteristiche dei *mini-bonds* subordinati e partecipativi possono essere così riassunte:

#### ***3.2.1. Mini-bonds subordinati***

I *mini-bonds* subordinati sono quelle obbligazioni contenenti una clausola di subordinazione, ai sensi della quale vengono definiti i termini di postergazione del portatore del titolo ai diritti degli altri creditori dell'emittente. I titolari dei *mini-bonds* aventi una clausola di subordinazione – in caso di liquidazione della società emittente – potrebbero essere postergati nel rimborso del capitale investito a tutti o parte dei creditori dell'emittente, affrontando dunque un rischio maggiore. In tal caso, il tasso di

interesse che gli obbligazionisti postergati riceveranno sarà più elevato del tasso di interesse degli obbligazionisti non postergati.

### 3.2.2. *Mini-bonds partecipativi*

Sono tali i *mini-bonds* contenenti una clausola di partecipazione, ai sensi della quale viene regolata la parte del corrispettivo spettante al portatore del titolo. Il corrispettivo relativo ai *mini-bonds* partecipativi si compone di una parte fissa e di una parte variabile ancorata al risultato economico dell'emittente:

- (a) la parte fissa è rappresentata da un tasso di interesse che non può essere inferiore al Tasso Ufficiale di Riferimento *pro tempore* vigente; e
- (b) la parte variabile è rappresentata da una somma commisurata al risultato economico dell'esercizio dell'emittente, nella percentuale indicata nell'atto dell'emissione (secondo regole di calcolo che non possono essere modificate per tutta la durata dell'emissione e sono dipendenti da elementi oggettivi).

Il Decreto Sviluppo ha espressamente escluso l'applicabilità della Legge Usura (Legge 7 marzo 1996, n. 108) alla parte variabile del corrispettivo.

### 3.2.3. *Obbligazioni e titoli simili partecipativi-subordinati*

L'emittente potrebbe anche emettere strumenti ibridi, ovvero contenenti sia clausole di subordinazione rispetto agli altri obbligazionisti dell'emittente che clausole partecipative. In questo caso, gli interessi dei titolari saranno in parte commisurati al risultato economico dell'azienda e il rimborso del capitale investito sarà postergato rispetto ad alcuni o parte dei creditori della società.

L'Art. 32, commi 24 e 24 *bis*, prevede una specifica disciplina di carattere contabile e fiscale che consente un risparmio nella tassazione degli utili. Gli aspetti principali di tale disciplina saranno trattati più in dettaglio nel paragrafo 4 che segue.

### 3.3. *Quotazione delle obbligazioni e dei mini-bonds*

Come anticipato sopra, una delle ipotesi in cui i Decreti Sviluppo consentono alle società di superare il limite imposto dal primo comma dell'art. 2412 c.c. è l'emissione di obbligazioni destinate ad essere quotate in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione.

Con riferimento alla seconda opzione, Borsa Italiana S.p.A. l'11 febbraio 2013 ha inaugurato il Segmento Professionale del mercato ExtraMOT (in seguito "**ExtraMOT PRO**") dedicato agli strumenti finanziari di debito emessi dalle PMI e riservato esclusivamente agli investitori professionali.

Il processo di quotazione è disciplinato dal Regolamento del mercato ExtraMOT (in seguito "**Regolamento ExtraMOT**"), il quale impone, tra l'altro, di rendere disponibile

un documento di ammissione contenente le informazioni specificate nelle Linee Guida del Regolamento ExtraMOT ai fini dell'ammissione alla quotazione. Senza addentrarci nei dettagli relativi alla disciplina del mercato ExtraMOT – che esula dagli obiettivi del presente lavoro –, è significativo notare che, ai fini del contenuto del documento di ammissione, il Regolamento ExtraMOT distingue tra emittenti azioni negoziate in un mercato regolamentato o sistema multilaterale di negoziazione e emittenti le cui azioni non sono negoziate in detti mercati, stabilendo per i primi che il documento di ammissione può omettere le informazioni relative all'emittente (i.e. persone responsabili, informazioni sull'emittente, struttura organizzativa, principali azionisti ed informazioni finanziarie), ma deve necessariamente riportare i fattori di rischio connessi agli strumenti emessi, le informazioni riguardanti gli strumenti finanziari, nonché le informazioni relative all'ammissione a quotazione e alle modalità di negoziazione.<sup>2</sup>

#### 4. Trattamento fiscale

L'ultima novità introdotta dall'Articolo 32 del Decreto Sviluppo riguarda i benefici fiscali applicabili a cambiali finanziarie e ai *mini-bonds*. I principali benefici fiscali possono essere riassunti nelle seguenti tre categorie: (i) la piena deducibilità degli interessi passivi; (ii) l'esenzione dalla ritenuta su interessi ed altri proventi; ed (iii) altri benefici.

##### **4.1. Piena deducibilità degli interessi passivi**

Le società non emittenti strumenti finanziari rappresentativi del capitale quotati in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione di Paesi UE o SEE “*white list*”<sup>3</sup>, diverse dalle banche e dalle micro-imprese, possono dedurre integralmente gli interessi passivi corrisposti ai portatori dei *mini-bonds* emessi a partire dal 20 ottobre 2012<sup>4</sup>, in deroga ai limiti di cui all'articolo 3, comma 115, della Legge 28 dicembre 1995, n. 549<sup>5</sup>.

---

<sup>2</sup> Vedasi il documento di ammissione delle obbligazioni emesse dalla società Primi sui Motori S.p.A. ed ammesse alla negoziazione all'ExtraMOT PRO in data 6 agosto 2013. Le azioni della società Primi sui Motori S.p.A. sono negoziate all'AIM Italia – Mercato Alternativo del Capitale. È utile segnalare in proposito che la stessa logica tesa a facilitare l'*iter* di collocamento dei titoli è stata adottata da Borsa Italiana anche con riferimento agli strumenti finanziari quotati sull'AIM Italia – Mercato Alternativo del Capitale qualora emessi da una società avente titoli quotati nello stesso mercato o in un mercato regolamentato. In proposito vedasi i documenti di ammissione del prestito obbligazionario emesso da Sacom S.p.A. e Frendy Energy S.p.A..

<sup>3</sup> Si tratta dei Paesi inclusi nella lista di cui al decreto ministeriale da emanarsi ai sensi dell'articolo 168-bis del Testo Unico sulle Imposte sui Redditi (Decreto del Presidente della Repubblica 22 dicembre 1986, n. 917). Nelle more dell'emanazione del citato decreto ministeriale deve farsi riferimento agli Stati e territori diversi da quelli inclusi nelle c.d. “*black list*” definite dai decreti ministeriali 4 settembre 1996, 4 maggio 1999, 21 novembre 2001 e 23 gennaio 2002.

<sup>4</sup> Data di entrata in vigore del Decreto Sviluppo Bis.

<sup>5</sup> Tale deroga, prima prevista esclusivamente a favore di banche, società quotate in mercati UE o SEE “*white list*” ed enti pubblici economici trasformati in società per azioni, è stata pertanto estesa anche a favore delle società non quotate.

L'estensione del suddetto beneficio alle società non quotate è subordinato alla condizione che i *mini-bonds* siano, alternativamente:

- (a) negoziati in mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione di Paesi UE o SEE “*white list*”; oppure
- (b) detenuti<sup>6</sup> da investitori qualificati che non detengano, direttamente o indirettamente, anche per il tramite di società fiduciarie o per interposta persona, più del 2% del capitale o del patrimonio dell'emittente, e il beneficiario effettivo dei proventi sia residente in Italia o in Stati e territori che consentono un adeguato scambio di informazioni.

L'Articolo 32 non deroga, tuttavia, al limite di deducibilità previsto dall'articolo 96 del Testo Unico sulle Imposte sui Redditi che continuerà, pertanto, ad applicarsi. In particolare, ai sensi del predetto articolo 96, gli interessi passivi sono deducibili fino a concorrenza degli interessi attivi e proventi assimilati e l'eventuale eccedenza è deducibile nel limite del 30% del risultato operativo lordo della gestione caratteristica (EBITDA) salvo alcune eccezioni<sup>7</sup>.

#### **4.2. Esenzione dalla ritenuta su interessi ed altri proventi**

L'Articolo 32 ha modificato il regime di esenzione dalla ritenuta alla fonte del 20% su interessi ed altri proventi di strumenti finanziari (di cui all'articolo 26 del Decreto del Presidente della Repubblica 29 settembre 1973, n. 600), previsto dall'articolo 1, comma 1 del Decreto Legislativo 1 aprile 1996, n. 239<sup>8</sup>.

In particolare, tale beneficio (originariamente previsto solamente con riferimento a obbligazioni e titoli simili emessi da banche, società per azioni quotate in mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione di Paesi UE o SEE “*white list*” ed

---

<sup>6</sup> Il comma 8 dell'Articolo 32 prevedeva, originariamente quale condizione ai fini dell'applicabilità del beneficio fiscale, che i titoli fossero “sottoscritti” da investitori qualificati. Stante la formulazione letterale della norma, ci si chiedeva se il successivo trasferimento dei titoli da parte dell'investitore qualificato a soggetti diversi da investitori qualificati avrebbe comportato o meno la perdita del beneficio fiscale. Il punto è stato definitivamente chiarito dal legislatore in sede di conversione in legge del Decreto Sviluppo Bis, sostituendo il termine “sottoscritti” con il termine “detenuti”. Pertanto, in forza della nuova formulazione della norma, il successivo trasferimento dei titoli a soggetti diversi da investitori qualificati parrebbe comportare la perdita del beneficio fiscale.

<sup>7</sup> Tale limite di deducibilità conosce le seguenti eccezioni ai sensi dell'articolo 96 TUIR:

- nel caso di banche o altre società che svolgono attività finanziaria, imprese di assicurazione e capogruppo di gruppi bancari o assicurativi: gli interessi passivi possono essere dedotti nei limiti del 96% del loro ammontare;
- nel caso di società consortili costituite per l'esecuzione unitaria dei lavori, società progetto e società costituite per la realizzazione e l'esercizio di interporti: non si applica il limite di deducibilità.

<sup>8</sup> Nel caso di esenzione dalla ritenuta alla fonte del 20% su interessi ed altri proventi, trova applicazione l'imposta sostitutiva del 20% di cui all'articolo 2 del D.Lgs. 239/1996 ai beneficiari effettivi residenti in Italia. I beneficiari effettivi non residenti in Italia godono invece dell'esenzione anche da detta imposta sostitutiva, purché residenti in Stati o territori “*white list*”.

enti pubblici economici trasformati in società per azioni) è stato esteso ai *mini-bonds* emessi da emittenti diversi da banche, società per azioni quotate in mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione di Paesi UE o SEE “*white list*” ed enti pubblici economici trasformati in società per azioni, a condizione che detti titoli siano emessi a partire dal 26 giugno 2012<sup>9</sup> e siano negoziati in mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione di Paesi UE o SEE “*white list*”.

#### **4.3. Ulteriori benefici fiscali**

L’Articolo 32 prevede altresì che spese sostenute dall’emittente per l’emissione dei *mini-bonds* nei casi previsti dall’articolo 1, comma 1, del Decreto Legislativo 239/1996 (cfr. precedente paragrafo 4.2) sono deducibili nell’esercizio in cui sono state effettivamente sostenute, indipendentemente dal criterio di imputazione a bilancio.

Da ultimo, con riferimento ai *mini-bonds* subordinati e partecipativi, l’art. 32, commi 24 e 24 *bis*, prevede una specifica disciplina di carattere contabile e fiscale che consente un risparmio nella tassazione degli utili applicabile all’emittente in presenza delle seguenti condizioni:

- (a) l’emissione di tali titoli comporti anche il vincolo di non ridurre il capitale sociale se non nei limiti dei dividendi sull’utile dell’esercizio;
- (b) tali titoli siano sottoscritti da investitori qualificati che non detengano, direttamente o indirettamente, anche per il tramite di società fiduciarie o per interposta persona, più del 2% del capitale o del patrimonio dell’emittente; e
- (c) il corrispettivo non sia costituito esclusivamente dalla componente variabile.

#### **5. Conclusioni**

Possiamo quindi concludere affermando che i Decreti Sviluppo, nel complesso, costituiscono un passo in avanti verso la creazione di canali di reperimento di risorse finanziarie alternativi al sistema bancario e all’apertura del sistema verso i capitali esteri. Prova ne sia che ormai diverse società hanno usufruito delle novità legislative emettendo titoli obbligazionari e procedendo alla richiesta di ammissione degli stessi presso il segmento ExtraMOT PRO.<sup>10</sup>

Le società, in particolare, hanno mostrato di apprezzare le novità introdotte dai Decreti Sviluppo e vi è grande interesse da parte di tutti gli operatori del mercato. Tuttavia, le stesse società interessate all’emissione lamentano spesso la mancanza di interlocutori specializzati nella sottoscrizione dei titoli. Infatti, gran parte delle emissioni di titoli obbligazionari ad oggi realizzate ai sensi della nuova disciplina sono state collocate presso investitori non specializzati, che hanno investito su detti titoli più su base

<sup>9</sup> Data di entrata in vigore del Decreto Sviluppo.

<sup>10</sup> Tra le altre, CAAR Consulting Automotive Aerospace Railway S.p.A., FIDE S.p.A., Primi sui Motori S.p.A., etc.

opportunistica (in parte anche attratti dagli interessanti tassi che caratterizzano tali emissioni) e in un'ottica di *cherry-picking* che non in conseguenza di uno specifico interesse per questa particolare *asset class*. Le ragioni per cui in Italia si fatica a collocare questi strumenti di taglia piccola sono riconducibili al fatto che gli investitori istituzionali tendenzialmente preferiscono strumenti liquidi, con rating trasparenti e poco costosi; mentre, i *mini-bonds* sono generalmente strumenti dotati di scarsa liquidità (poiché devono essere generalmente mantenuti in portafoglio fino a scadenza) e non sono sottoposti al giudizio di rating delle più note agenzie. Deve inoltre ricordarsi che i costi degli strumenti interni per l'analisi del credito sostenuti dagli investitori spesso non sono adeguatamente ricompensati dai tassi offerti.

Quasi come reazione a questa situazione contingente, negli ultimi mesi, si è dunque assistito, alla luce dell'introduzione di questa normativa favorevole, ad un proliferare di iniziative volte a favorire la definitiva affermazione del cosiddetto mercato dei *mini-bonds*. Si allude in particolare alla recente nascita di un certo numero di fondi di investimento, in parte già costituiti, in parte in fase di raccolta del capitale, destinati e dedicati ad investire in *mini-bonds*.

Il *trend* è destinato a continuare, anche in considerazione non solo dell'aggiornamento della normativa introdotta nell'autunno 2012 con il Decreto Sviluppo, ma anche della recente pubblicazione in Gazzetta Ufficiale del cosiddetto Decreto Destinazione Italia (Decreto Legge 145/2013), entrato in vigore lo scorso 24 dicembre, 2013. Si tratta, in buona sostanza, del pacchetto di misure e provvedimenti originariamente contenuti nell'ambito del documento approvato dal Consiglio dei Ministri lo scorso 19 settembre nel contesto del cosiddetto Piano Destinazione Italia, al quale hanno lavorato i ministeri dello Sviluppo Economico e del Tesoro. Le nuove norme introducono una serie di novità di natura civilistica oltre a prevedere una serie di incentivi fiscali volti ad agevolare il finanziamento delle imprese in presenza di un minore impegno del sistema bancario, particolarmente necessari nel contesto di un mercato quale quello italiano in cui mediamente i due terzi delle risorse finanziarie utilizzate dalle PMI sono proprio di origine bancaria.

Più in particolare il Decreto Destinazione Italia prevede una serie di interventi finalizzati ad accrescere la diffusione dei *mini-bonds* nei portafogli degli investitori istituzionali, attraverso l'aumento del numero dei soggetti acquirenti di tali strumenti e grazie all'introduzione di semplificazioni procedurali e di alcune agevolazioni fiscali. In dettaglio:

1. Il primo comma dell'articolo 12 modifica la legge 130 del 1999 sulla cartolarizzazione dei crediti, allo scopo di velocizzare e semplificare i processi di strutturazione e gestione dei portafogli di crediti cartolarizzati e di attrarre investitori istituzionali nella sottoscrizione di titoli derivanti dalla cartolarizzazione di crediti delle PMI. Si prevede infatti che la legge 130/99 venga applicata anche nel caso di cartolarizzazioni di obbligazioni e titoli simili (con l'eccezione di titoli partecipativi, ibridi e convertibili) sottoscritti

dalle società veicolo operanti ai sensi della medesima legge. Questo intervento, nell'intento del legislatore, dovrebbe non solo favorire l'aumento di investitori in titoli obbligazionari, ma anche incrementare la diffusione dei *mini-bonds*.

2. Altra novità fondamentale introdotta dall'articolo 12 è contenuta all'interno del comma 1, lettera e). Viene, infatti, allargata la sfera soggettiva degli investitori, ricomprendendovi al proprio interno anche le imprese di assicurazioni ed i fondi pensione. L'intento è quello di incentivare l'investimento da parte delle imprese di assicurazione in titoli di cartolarizzazione con obbligazioni e titoli simili come sottostante, anche qualora questi non siano negoziati su mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione e siano privi di rating, prevedendosi che i titoli oggetto di tali investimenti possano essere annoverati tra gli attivi ammessi a copertura delle riserve tecniche delle imprese di assicurazione. Sarà, poi, la normativa secondaria, da emanarsi a cura dell'IVASS, compatibilmente con i vincoli imposti dalla legislazione europea, a precisare i limiti di investimento delle suddette istituzioni, allo scopo di assicurarne, da un lato, la sana e prudente gestione, e dall'altro, di contribuire fornendo l'impulso all'investimento negli strumenti soprammenzionati. Viene inoltre previsto che l'investimento nei titoli di cui al comma e) sia compatibile anche con le vigenti disposizioni in materia di limiti di investimento dei fondi pensione.
3. Il Decreto Destinazione Italia introduce poi al comma 1, lettera h) la possibilità per le banche di strutturare *covered bond* garantiti da *mini-bonds* e altre tipologie di attività creditizie, soprattutto crediti alle piccolo-medie imprese.
4. I commi 4 e 5 dell'articolo 12, prevedono, invece, una rimodulazione in senso agevolativo della fiscalità connessa alla prestazione di garanzie da parte delle imprese per accedere a forme di finanziamento, in un'ottica di una continua azione di sostegno alle forme di finanziamento alternative a quelle concesse dal sistema bancario e di eliminazione di costi aggiuntivi per le imprese che cercano accesso al credito. Si prevede quindi che il regime di imposta sostitutiva introdotto sia applicabile non solo alle garanzie di qualunque tipo prestate all'atto dell'emissione di obbligazioni e titoli simili ma anche alle eventuali surroghe, sostituzioni, postergazioni, frazionamenti e cancellazioni, comprese le cessioni di credito stipulate in relazione alle stesse.
5. Il comma 5 dell'art. 12 prevede invece che venga eliminato la ritenuta d'acconto del 20% sugli interessi e sui proventi relativi a obbligazioni e cambiali finanziarie corrisposte a fondi di investimento mobiliare le cui quote siano detenute esclusivamente da investitori qualificati e il cui patrimonio sia investito interamente in *mini-bonds*. Evidente l'intento del legislatore di rendere neutrale ai fini fiscali l'imposizione di questi fondi e quindi di agevolare i loro investimenti nelle emissioni di piccolo-medio taglio. Si noti che di questa particolare disposizione, volta a rendere neutrale ai fini fiscali l'interposizione di

detti fondi nella sottoscrizione di queste emissioni, ci si potrebbe servire anche per l'ipotesi di aggregazione di diverse emissioni in un unico portafoglio, fattispecie da più parti suggerita come strumento volto a facilitare l'affermarsi di un reale mercato dei *mini-bonds*.

6. Infine, il comma 6, lettera a) dell'articolo 12 modifica l'articolo 46 del T.U.B. (Decreto Legislativo n. 385 del 1993) estendendo il privilegio speciale sui beni mobili destinati all'esercizio dell'impresa previsto dall'art. 46 del T.U.B. anche a garanzia di obbligazioni e titoli simili emessi. Il fine è quello di agevolare il reperimento di risorse finanziarie da parte delle PMI, rendendo possibile associare la forma di garanzia del privilegio speciale anche ai nuovi strumenti di debito. Infatti, le tipiche garanzie reali si sono rivelate strumenti poco efficienti per le caratteristiche delle PMI: l'ipoteca in quanto, spesso, per le loro dimensioni ridotte, le imprese erano prive di beni immobili di particolare valore, e il pegno poiché lo spossessamento impediva loro di servirsi di beni invece necessari nel processo produttivo. La modifica ha permesso all'impresa di utilizzare, senza privarsene, i beni destinati al proprio processo produttivo per ottenere i necessari finanziamenti, estendendo un privilegio, tipicamente dei beni immobili, anche ai beni mobili destinati all'esercizio dell'impresa.

In conclusione: se il buongiorno si vede del mattino, per una volta sembrano essere state create le premesse e le condizioni ideali per una vera, larga diffusione del mercato dei *mini-bonds*. Si tratterà ora di attendere per comprendere se una delle ultime speranze legate ad una possibile ripresa della già asfittica realtà delle PMI Italiane possa davvero realizzarsi, consentendo al nostro paese di garantire a queste stesse PMI di non soffrire nei confronti dei competitors europei ed internazionali dei problemi di "nanismo" che da sempre le hanno contraddistinte.