

Il Decreto crescita è legge

Nuove opportunità di *funding* per le società non quotate

In data 7 agosto 2012, il Parlamento italiano ha convertito con la legge n. 134 (la "**Legge di Conversione**") le disposizioni contenute nel decreto-legge del 22 giugno 2012, n. 83, recante misure urgenti per la crescita del Paese (il "**Decreto**").

Nel nostro client briefing del giugno scorso avevamo descritto le principali novità introdotte con il Decreto, mettendo in evidenza l'ampliamento delle opportunità di ricorso al mercato del debito per le società italiane non quotate, 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.

Come si dirà più specificamente nel seguito, la Legge di Conversione ha – come era auspicabile – chiarito molte delle incongruenze e dei punti dubbi che erano contenuti del Decreto e di cui avevamo dato conto nel nostro client briefing, anche se talune incertezze permangono in relazione alla categoria delle obbligazioni partecipative subordinate.

La Legge di Conversione è stata pubblicata nella Gazzetta Ufficiale dell'11 agosto u.s. e le relative misure sono entrate in vigore in data 12 agosto 2012.

I nostri contatti:

Lucio Bonavitacola

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

Massimiliano Bianchi

Finance & Capital Markets Counsel
massimiliano.bianchi@cliffordchance.com

Carlo Galli

Tax Partner
carlo.galli@cliffordchance.com

Franco Grilli Cicilioni

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

Gioacchino Foti

Finance & Capital Markets Counsel
gioacchino.foti@cliffordchance.com

Domenico Dell'Orletta

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

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

La Legge di Conversione ribadisce la principale novità contenuta nel Decreto, rappresentata dalla eliminazione dei limiti quantitativi previsti per la emissione di obbligazioni per le società non quotate al ricorrere di talune condizioni.

Come noto, l'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.

Prima delle modifiche apportate dal Decreto e confermate dalla Legge di Conversione, tale limite quantitativo poteva essere superato solamente in due ipotesi.

Un primo caso ricorreva quando le obbligazioni emesse in eccedenza del limite fossero destinate alla sottoscrizione da parte di investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale (i quali, nel caso di successiva circolazione dei titoli presso investitori *retail*, rispondono della solvenza della società emittente).

Un'ulteriore esenzione riguardava l'emissione di obbligazioni effettuate da società con azioni quotate in mercati regolamentati, limitatamente alle obbligazioni destinate a essere quotate in un mercato regolamentato, per le quali i limiti quantitativi previsti dal codice non trovavano applicazione.

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

Con le modifiche apportate dal Decreto – nella versione definitiva approvata con la Legge di Conversione - il legislatore è intervenuto prevedendo, accanto alle due fattispecie descritte sopra che sono state mantenute, un'ulteriore ipotesi. In particolare, il limite all'emissione (rappresentato dal doppio del patrimonio netto) non si applicherà 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.

A tal riguardo, occorre sottolineare come la Legge di Conversione ha eliminato alcune incongruenze presenti nel Decreto.

Nel Decreto erano state infatti previste una serie di condizioni che dovevano essere rispettate per l'emissione da parte di società italiane non quotate - anche di media e piccola dimensione (diverse dalle banche e dalle micro imprese¹) - di titoli obbligazionari non quotati. In estrema sintesi queste condizioni erano: presenza di uno sponsor, revisione dell'ultimo bilancio, e circolazione delle obbligazioni limitata agli investitori qualificati, non collegati.

Sembrava quindi che il legislatore avesse di fatto previsto una serie di obblighi aggiuntivi per l'emissione di obbligazioni da parte di società non quotate, mentre non era del tutto chiaro nel testo del Decreto se in presenza di queste condizioni la società potesse emettere obbligazioni oltre i limiti quantitativi previsti dall'articolo 2412 del codice civile.

La Legge di Conversione ha eliminato con riferimento alle obbligazioni il rispetto di queste condizioni.

In conclusione, quindi, le società non quotate avranno due possibilità per emettere obbligazioni oltre i limiti quantitativi previsti dal codice civile: destinare le obbligazioni alla sottoscrizione da parte di investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale, ovvero quotare le obbligazioni in un mercato regolamentato o negoziarle in un sistema multilaterale di negoziazione.

Nel caso di emissione di titoli non quotati non sarà comunque più necessario rispettare le condizioni previste dal Decreto; come si vedrà meglio nel seguito, tali condizioni dovranno essere rispettate invece nel caso di emissione di cambiali finanziarie.

In evidenza

- Eliminazione dei limiti quantitativi previsti dall'articolo 2412 del codice civile
- Modifiche al regime fiscale delle obbligazioni e dei titoli similari emessi da società non quotate
- Cambiali finanziarie
- Obbligazioni partecipative subordinate

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.

Modifiche al regime fiscale delle obbligazioni e dei titoli simili emessi da società non quotate

A seguito delle modifiche apportate dal Decreto, come modificato dalla Legge di Conversione, il regime fiscale delle obbligazioni e titoli simili emessi da società non quotate è in parte uniformato a quello più favorevole delle società quotate.

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, precedentemente prevista dal D.Lgs. 239/1996 esclusivamente a favore delle obbligazioni emesse dai cd. "grandi emittenti" (banche e società quotate). La condizione per beneficiare dell'esenzione è che le obbligazioni e i titoli simili siano negoziati in mercati regolamentati;
2. alle società non quotate di dedurre gli interessi passivi corrisposti sulle obbligazioni, quotate e non quotate, secondo le stesse regole previste per le società quotate (vale a dire nei limiti del 30% dell'EBITDA risultante dall'ultimo bilancio approvato), a condizione che esse siano inizialmente sottoscritte da investitori qualificati che non siano, direttamente o indirettamente, soci della società emittente.

A seguito delle modifiche introdotte dalla Legge di Conversione, i titoli simili alle obbligazioni emessi dalle società non quotate non risultano più inclusi nella disciplina sulla deducibilità degli interessi passivi appena descritta, la quale sembrerebbe, dunque, unicamente riferibile alle obbligazioni in senso proprio.

La Legge di Conversione, inoltre, ha eliminato l'obbligo per i soggetti emittenti, previsto nel testo originario del Decreto, di comunicare all'Agenzia delle Entrate i dati sull'emissione delle obbligazioni e titoli simili non negoziati in mercati regolamentati.

Il nuovo regime troverà applicazione alle obbligazioni e ai titoli simili emessi a decorrere dalla data di entrata in vigore del Decreto (i.e. 26 giugno 2012).

Cambiali finanziarie

La Legge di Conversione ribadisce le disposizioni contenute nel Decreto in materia di cambiali finanziarie, introducendo alcune novità.

L'emissione di cambiali finanziarie 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 a livello secondario, esclusivamente tra tali investitori.

La Legge di Conversione ha poi introdotto talune novità in materia di cambiali finanziarie, sia rispetto al Decreto sia rispetto al regime previgente.

In particolare, è stato eliminato il limite massimo di emissione introdotto dal Decreto (rappresentato dal totale dell'attivo corrente come rilevabile dall'ultimo bilancio approvato); nel caso in cui venissero emesse cambiali finanziarie oltre questo limite, vi sarà semplicemente un obbligo di segnalazione da parte dello *sponsor*.

In termini di durata, la Legge di Conversione ha previsto che questa sia compresa tra uno e trentasei mesi (a differenza di quanto contenuto nel Decreto che richiedeva una durata compresa tra uno e diciotto mesi).

È stata poi ribadita la possibilità di emettere le cambiali finanziarie in forma dematerializzata.

Per i primi diciotto mesi dall'entrata in vigore della Legge di Conversione, si potrà fare a meno dell'ultimo bilancio sottoposto a revisione contabile, purché l'emissione sia assistita, in misura non inferiore al 50 per cento del valore di emissione delle cambiali, da garanzie prestate da una banca o da un'impresa di investimento, ovvero da un consorzio di garanzia collettiva dei fidi per le cambiali emesse da società aderenti al consorzio. In tal caso la cambiale non potrà però avere una durata superiore ai 18 mesi.

Con riferimento al trattamento fiscale delle cambiali finanziarie, lo stesso è in parte uniformato a quello delle obbligazioni societarie. In particolare, a seguito delle modifiche introdotte dal Decreto, come modificato dalla Legge di Conversione:

1. la disciplina prevista dal D.Lgs. n. 239/1996 sarà applicabile alle cambiali finanziarie emesse dai cd. "grandi emittenti". Nulla è disposto con riferimento alle emissioni da parte delle società diverse dalle precedenti, che restano assoggettate alla più gravosa tassazione in capo a investitori non residenti; inoltre
2. gli interessi su cambiali finanziarie emesse da società non quotate saranno deducibili secondo le stesse regole previste per le società quotate (nei limiti del 30% dell'EBITDA risultante dall'ultimo bilancio approvato) a condizione che esse siano inizialmente sottoscritte da investitori qualificati che non siano, direttamente o indirettamente, soci della società emittente.

Sponsor

Rispetto al Decreto, la Legge di Conversione ha modificato i compiti attribuiti allo *sponsor*.

Lo *sponsor* avrà innanzitutto il compito di:

- (i). supportare l'emittente nella fase di emissione e di collocamento; e
- (ii). mantenere nel proprio portafoglio, fino alla naturale scadenza, una quota dei titoli, la cui percentuale differisce in base al valore dell'emissione².

A tale ultimo requisito si potrà derogare nel caso in cui l'emissione sia assistita, in misura non inferiore al 25 per cento del valore dell'emissione, da garanzie prestate da una banca o da un'impresa di investimento, ovvero da un consorzio di garanzia collettiva dei fidi per le cambiali emesse da società aderenti al consorzio.

Inoltre, lo sponsor dovrà procedere, al momento dell'emissione, a classificare l'emittente, distinguendo almeno cinque categorie di qualità creditizia dell'emittente (ottima, buona, soddisfacente, scarsa e negativa), da mettere in relazione, per le operazioni garantite, con i livelli di garanzia elevata, normale o bassa. Rispetto al Decreto è quindi venuto meno l'obbligo di procedere ad una valutazione periodica dell'emittente da parte dello *sponsor*; la classificazione avverrà solamente al momento dell'emissione dei titoli.

Possono assumere il ruolo di *sponsor* le banche, le imprese di investimento, le SGR, le società di gestione armonizzate, le SICAV, purché abbiano una succursale nel territorio della Repubblica.

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

Obbligazioni partecipative subordinate

La Legge di Conversione mantiene poi la categoria delle obbligazioni partecipative subordinate, introdotta dal Decreto.

Nelle obbligazioni partecipative subordinate i diritti dei portatori sono 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, 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.

Con riferimento alla durata di tali strumenti, la Legge di Conversione prevede che la stessa non possa essere inferiore ai trentasei mesi.

Rispetto al Decreto, la Legge di Conversione non ha apportato ulteriori rilevanti modifiche.

A nostro avviso continuano a rimanere alcuni dubbi interpretativi sulla nuova disciplina, di cui avevamo già dato conto [nel nostro client briefing del giugno scorso](#). In particolare, non è del tutto chiaro se le obbligazioni partecipative subordinate potranno essere oggetto di quotazione, così come continuano a permanere dei dubbi sulla possibilità che alle società quotate sia consentita l'emissione di questi strumenti.

Il trattamento fiscale delle obbligazioni partecipative subordinate, rimasto immutato a seguito della Legge di Conversione, può

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.

essere così sintetizzato.

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

Per effetto del Decreto, invece, qualora un'emissione contenga 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 saranno deducibili ai fini IRES, in deroga al menzionato articolo 109 del TUIR.

Il Decreto e la Legge di Conversione nulla dispongono in ordine alla qualificazione ai fini fiscali degli strumenti in esame. Tuttavia, perché un'obbligazione subordinata possa rappresentare un efficace strumento di raccolta, è necessario che sia scongiurata la possibilità di qualificazione dello strumento come "titolo atipico", e sia esplicitamente garantita l'applicazione del più favorevole regime di cui al D.Lgs. n. 239/1996. A questo proposito, sarebbe auspicabile un ulteriore intervento del legislatore ovvero, in alternativa, un chiarimento da parte dell'Agenzia delle entrate che sia dirimente in tal senso.

Questo Briefing ha il solo scopo di fornire informazioni generali e non costituisce un parere legale

Clifford Chance Studio Legale Associato, Piazzetta M.Bossi, 3, 20121 Milano
© Clifford Chance Studio Legale Associato 2012

www.cliffordchance.com

Abu Dhabi ■ Amsterdam ■ Bangkok ■ Barcelona ■ Beijing ■ Brussels ■ Bucharest ■ Casablanca ■ Doha ■ Dubai ■ Düsseldorf ■ Frankfurt ■ Hong Kong ■ Istanbul ■ Kyiv ■ London ■ Luxembourg ■ Madrid ■ Milan ■ Moscow ■ Munich ■ New York ■ Paris ■ Perth ■ Prague ■ Riyadh* ■ Rome ■ São Paulo ■ Shanghai ■ Singapore ■ Sydney ■ Tokyo ■ Warsaw ■ Washington, D.C.

*Clifford Chance has a co-operation agreement with Al-Jadaan & Partners Law Firm in Riyadh.